



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

Grado en ADE

**POLÍTICA MONETARIA DEL
BCE Y DE LA FED DURANTE
LA GRAN RECESIÓN**

Presentado por:

Alberto Abril Arroyo

Tutelado por:

Pedro Pablo Ortúñez Goicolea

Resumen

El presente trabajo, pretende hacer un análisis de la Gran Recesión desde una perspectiva económica de política monetaria.

Para ello nos centramos en las dos mayores instituciones a nivel global en esta materia: el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de EEUU. En primer lugar, se presentan estos dos bancos centrales (historia, objetivos e instrumentos). A continuación, se hace un análisis del contexto económico antes del estallido de la burbuja inmobiliaria y la evolución de la crisis en sus primeras fases (hasta la intervención de los bancos centrales). Y por último se recopilan las principales medidas adoptadas por estas instituciones.

Como conclusión general, podemos extraer que la salida de la crisis fue gracias a las llamadas *Quantitative Easing* (medidas de expansión de la oferta monetaria a través de la compra masiva de activos a los bancos) implementadas primeramente por la Fed y posteriormente por el BCE.

Abstract

The present assignment, aims to analyze the Great Recession from a monetary policy economic perspective.

In order to do so, we focus on the two major global institutions in this matter: the European Central Bank and the US Federal Reserve. First, these two central banks are presented (history, objectives and instruments). Next, we analyze the surrounding economic context before the bursting of the housing bubble and the evolution of the crisis in its first moments (until the intervention of the central banks). And finally, the main measures adopted by these institutions are summarised.

As a general conclusion, we can draw that the solution to the crisis was achieved thanks to the so-called Quantitative Easing (measures to expand the money supply through the massive purchase of assets from banks) implemented first by the Fed and later by the ECB.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

0. INTRODUCCIÓN	4
1. ¿QUÉ ES EL BCE Y LA FED?	5
1.1.- BCE	5
1.1.1.- Institución	5
1.1.2.- Objetivos/ Funciones	5
1.1.3.- Instrumentos de Política Monetaria	6
1.2.- Fed.....	11
1.2.1.- Institución	11
1.2.2.- Objetivos/ Funciones	13
1.2.3.- Instrumentos de Política Monetaria:	13
2. EVOLUCIÓN DE LA CRISIS	18
3. ¿CÓMO SE SOLUCIONÓ?: MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA.....	22
4. CONCLUSIONES	30
5. BIBLIOGRAFÍA.....	32

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Ejemplos de anuncios de hipotecas <i>subprime</i> :	20
Ilustración 2: Creación de la burbuja	21
Ilustración 3: Activos de la Fed.....	26
Ilustración 4: Pasivos de la Fed.....	27
Ilustración 5: Inflación en la Eurozona y sus componentes.....	28
Ilustración 6: APP desagregado por tipo de activo	28
Ilustración 7: Componentes principales del balance del BCE	30

0. INTRODUCCIÓN

La Gran Recesión ha tenido un gran impacto en la economía global y en particular en la economía española (recesión económica¹, aumento del desempleo, tensiones sociales...); pero muchas veces se describen los acontecimientos con inexactitud, generando una gran desinformación y haciendo difícil formarse una opinión objetiva al respecto.

Por este motivo el presente trabajo pretende realizar una exposición económica clara de las causas que motivaron la crisis, su evolución y las medidas económicas adoptadas para salir de ella.

En particular, para analizar las medidas se toma una perspectiva de política monetaria, centrandó el enfoque en los dos mayores bancos centrales a nivel global: la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Central Europeo; máximas autoridades monetarias de sus respectivas áreas geográficas.

En el primer apartado, se analizan estas dos instituciones: una introducción, sus objetivos marcados en su constitución y los instrumentos de los que disponen para cumplir estos objetivos. En el segundo apartado, se analiza el contexto antes de la crisis, el estallido de la burbuja inmobiliaria y la propagación a la economía real. Y, por último, el apartado tres refleja las medidas concretas de política monetaria que se implementaron para salir de la crisis y recuperar los niveles de producción previos.

La metodología que he seguido para la elaboración de ...reservas bibliograf con el objetivo de demostrar....

¹ Dícese cuando el PIB de una economía decrece respecto al periodo anterior durante dos trimestres consecutivos.

1. ¿QUÉ ES EL BCE Y LA FED?

1.1.- BCE²

1.1.1.- Institución

El Banco Central Europeo (BCE) es el banco central de los países de la Unión Europea que tienen el euro como moneda. Conformar, junto con los bancos centrales de los demás estados de la UE ajenos a la eurozona, el Sistema Europeo de Bancos Centrales. El Banco Central Europeo se creó en junio de 1998 como órgano encargado de la gestión de la política monetaria de la Unión. Tiene su sede en Fráncfort del Meno (Alemania) y está presidido por Christine Lagarde. En la actualidad se encuentra regulado en los artículos 282 a 284 del TFUE (Tratado de Fundación de la Unión Europea).

1.1.2.- Objetivos/ Funciones

El Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales constituyen conjuntamente el Eurosistema, el sistema de banca central de la zona del euro. El objetivo principal del Eurosistema es mantener la estabilidad de los precios: salvaguardar el valor del euro.

“Nuestro principal objetivo es mantener la estabilidad de los precios, es decir, salvaguardar el valor del euro. La estabilidad de precios es esencial para el crecimiento económico y la creación de empleo, dos de los objetivos de la Unión Europea, y representa la contribución más importante que la política monetaria puede hacer en esa área” (BCE, 2020).

El Banco Central Europeo es responsable de la supervisión prudencial de las entidades de crédito ubicadas en la zona del euro y los Estados miembros participantes que no pertenecen a la zona del euro, dentro del Mecanismo Único de Supervisión, que también comprende las autoridades nacionales competentes. De este modo, contribuye a la seguridad y solidez del sistema

² Para la elaboración de este apartado se ha usado como referencia la información disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>

bancario y la estabilidad del sistema financiero dentro de la UE y cada Estado miembro participante.

El Eurosistema es responsable de:

- definición e implementación de política monetaria
- realizar operaciones de cambio de divisas
- tenencia y gestión de las reservas de divisas de la zona del euro
- Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

El BCE lleva a cabo tareas específicas en las áreas de supervisión bancaria, billetes, estadísticas, política macroprudencial y estabilidad financiera, así como la cooperación internacional y europea.

1.1.3.- Instrumentos de Política Monetaria

El marco operativo del Eurosistema consta del siguiente conjunto de instrumentos:

- operaciones de mercado abierto,
- facilidades permanentes,
- Requisitos mínimos de reserva para las entidades de crédito.

Además, desde 2009, el BCE ha implementado varias medidas de política monetaria no estándar, es decir, programas de compra de activos, para complementar las operaciones regulares del Eurosistema.

1.1.3.1.- Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto desempeñan un papel importante en la dirección de las tasas de interés, la gestión de la situación de liquidez en el mercado y la orientación de la política monetaria. Se denominan operaciones en mercado abierto porque son operaciones que no se realizan directamente con el emisor del título, sino que se realizan en los mercados secundarios.

El Eurosistema dispone de **cinco** tipos de instrumentos financieros para sus operaciones de mercado abierto:

1. El instrumento más importante es la operación temporal (*reverse transaction*), que puede realizarse en forma de un acuerdo de recompra (***repurchase agreement, repo***) o como un **préstamo garantizado**.
2. Compra-Ventas a vencimiento³: operaciones en las que realiza compras (en principio las mantiene hasta el vencimiento) o ventas simples de activos en el mercado.
3. Emisión de certificados de deuda.
4. Swaps de divisas.
5. Cobro de depósitos a plazo fijo.

Las operaciones de mercado abierto son iniciadas por el BCE, que decide sobre el instrumento y los términos y condiciones. Es posible ejecutar operaciones de mercado abierto sobre la base de subastas estándar, subastas rápidas o procedimientos bilaterales⁴.

Existen **cuatro** tipos de operaciones convencionales de mercado abierto (las operaciones de mercado abierto pueden diferir en términos de objetivo, regularidad y procedimiento):

- Las operaciones principales de financiación (**Main Refinancing Operations**): son operaciones temporales que proporcionan liquidez realizadas por el Eurosistema con una frecuencia y vencimiento normalmente de una semana. Los bancos centrales nacionales los ejecutan de manera descentralizada sobre la base de subastas estándar y de acuerdo con un calendario indicativo publicado en el sitio web del BCE. Las principales operaciones de financiación desempeñan un papel fundamental en el cumplimiento de los objetivos de las operaciones de mercado abierto del Eurosistema y normalmente proporcionan la mayor parte de la financiación al sector financiero. **Créditos a una semana a un tipo establecido en subasta.**
- Las operaciones de financiación largo plazo (LTRO): son operaciones temporales que proporcionan liquidez con un vencimiento más largo que

³ Caso de la QE y de la APP (conceptos explicados más adelante).

⁴ Entre el BCE y una contraparte establecida previamente.

las operaciones principales de financiación. Las operaciones regulares de financiación a más largo plazo tienen un vencimiento de tres meses y el Eurosistema las realiza cada mes mediante subasta estándar, de acuerdo con el calendario indicativo en el sitio web del BCE. El Eurosistema también puede realizar operaciones no regulares a más largo plazo, con un vencimiento superior a tres meses. Dichas operaciones, con vencimientos de hasta 48 meses (las más largas son las operaciones de financiación a largo plazo, o TLTRO), no están incluidas en el calendario indicativo. Las TLTRO tienen como objetivo que el crédito que se otorga a los bancos está condicionado a que se utilice para, por ejemplo, préstamos a familias y pymes.

- Las operaciones de ajuste pueden ejecutarse ad hoc para gestionar la situación de liquidez en el mercado y orientar las tasas de interés. En particular, su objetivo es suavizar los efectos sobre las tasas de interés causados por fluctuaciones inesperadas de liquidez. Las operaciones de ajuste se ejecutan principalmente como transacciones inversas, pero también pueden tomar la forma de swaps de divisas o la recaudación de depósitos a plazo fijo. Los instrumentos y procedimientos aplicados en la conducción de las operaciones de ajuste se adaptan a los tipos de transacción y los objetivos específicos perseguidos en la realización de las operaciones. El Eurosistema normalmente ejecuta las operaciones de ajuste mediante licitaciones rápidas o procedimientos bilaterales. El Eurosistema puede seleccionar un número limitado de contrapartes para participar en las operaciones de ajuste.
- El Eurosistema puede realizar operaciones estructurales mediante transacciones inversas, transacciones directas y la emisión de certificados de deuda. Estas operaciones se ejecutan cada vez que el BCE desea ajustar la posición estructural del Eurosistema con respecto al sector financiero (de forma regular o no regular). El Eurosistema lleva a cabo operaciones estructurales en forma de operaciones temporales y la emisión de instrumentos de deuda mediante licitaciones estándar. Las operaciones estructurales en forma de transacciones directas se ejecutan normalmente mediante procedimientos bilaterales.

1.1.3.2.- Facilidades permanentes

Las facilidades permanentes tienen como objetivo proporcionar y absorber liquidez a un día, señalar la posición de la política monetaria general y las tasas de interés consolidadas del mercado a un día. Dos entidades permanentes, que son administradas de manera descentralizada por los BCN, están disponibles para contrapartes elegibles por su propia iniciativa.

- Facilidad de préstamo marginal: las contrapartes pueden usar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de los BCN contra activos elegibles. La tasa de interés sobre la facilidad marginal de crédito normalmente proporciona un límite superior para la tasa de interés del mercado a un día⁵.
- Facilidad de depósito: las contrapartes pueden usar la facilidad de depósito para realizar depósitos a un día con los BCN. La tasa de interés en la facilidad de depósito normalmente proporciona un límite inferior para la tasa de interés del mercado a un día⁶.

1.1.3.3.- Requisitos mínimos de reserva

Los requisitos de reserva son la cantidad de fondos que una institución depositaria debe mantener en reserva contra obligaciones de depósito específicas.

La intención del sistema de reservas mínimas es ampliar o drenar liquidez del sistema bancario de forma estructural, ya que afecta directamente al proceso de creación del dinero bancario⁷.

El requisito de reserva de cada institución se determina en relación con los elementos de su balance. Las reservas requeridas se remuneran a un nivel correspondiente al tipo de interés medio durante el período de mantenimiento de las principales operaciones de financiación del Eurosistema (tipo de interés oficial de referencia de la zona Euro).

⁵ Suponen el techo del llamado pasillo de tipos de interés (en este caso de los tipos a un día): no hay nadie que te cobre más por dejarte dinero que el BCE.

⁶ Suponen el suelo del pasillo de tipos de interés (en este caso de los tipos a un día): no hay nadie que te pague menos por dejarle dinero que el BCE.

⁷ Proceso por el cual, si a un banco le prestas una unidad monetaria, ese banco vuelve a poner en circulación esa unidad monetaria (menos el porcentaje de reserva) en la economía. De manera que el dinero se multiplica en progresión geométrica a razón de $(1 - \text{requisitos de reserva})$.

1.1.3.4.- *Securities Markets Programme*

A diferencia de los 3 anteriores, no forma parte de los instrumentos convencionales de política monetaria del BCE, sino que es de política monetaria no convencional.

A raíz de la crisis de deuda de los países del sur de Europa en 2010, el BCE autorizó a comprar bonos de deuda pública de determinados estados que estaban teniendo problemas para financiarse a tipos de interés bajos en los mercados⁸. Debido a esto, aunque el BCE bajara el tipo de interés oficial con el objetivo de implementar una política monetaria expansiva, en estos países esta medida no era efectiva, al no afectar a los tipos de interés de su deuda (por motivos fiscales era considerada como de alto riesgo). Es decir, el mecanismo de transmisión de la política monetaria no funcionaría en estos países si no se intervenía sus mercados de deuda pública.

En 2012 se dieron por concluidas este tipo de medidas.

1.1.3.5.- *Programas de compra de activos*⁹

Al igual que el anterior, no forma parte de los instrumentos convencionales de política monetaria del BCE, sino de política monetaria no convencional.

El programa ampliado de compra de activos (APP) agrega el programa de compra de activos para valores del sector público a los programas existentes de compra de activos del sector privado para abordar los riesgos de un período demasiado prolongado de baja inflación. Consiste en:

- programa de compra de bonos cubiertos (*Covered Bond Purchase Programme*)
- programa de compra de valores respaldados por activos (*Asset Backed Securities Purchase Programme*)
- programa de compra del sector público (*Public Sector Purchase Programme*)

⁸ Para no modificar la cantidad de dinero disponible en la economía en general, el BCE reabsorbió la liquidez inyectada a través de operaciones de ajuste (ver apartado 1.1.3.1).

⁹ Herramienta más importante para la salida de la crisis.

- programa de compra del sector corporativo (Corporate Sector Purchase Programme)

APP= CBPP+ABSPP+PSPP+CSPP

1.2.- Fed¹⁰

1.2.1.- Institución

El Sistema de la Reserva Federal es el banco central de los Estados Unidos.

La estructura del sistema descentralizado y su filosofía: al establecer el Sistema de la Reserva Federal, Estados Unidos se dividió geográficamente en 12 Distritos, cada uno con un Banco de Reserva incorporado por separado (operan independientemente pero con supervisión).

Los límites del distrito se basaron en las regiones comerciales prevalecientes que existieron en 1913 y consideraciones económicas relacionadas, por lo que no necesariamente coinciden con las líneas estatales.

Inicialmente, los 12 bancos tenían la intención de operar con independencia, aplicando cada uno su propia tasa de descuento¹¹. El establecimiento de esta tasa de descuento determinada por separado por cada Distrito se consideró la herramienta más importante de la política monetaria en ese momento. El concepto de formulación de políticas económicas nacionales no estaba bien desarrollado, y el impacto de las operaciones de mercado abierto (compras y ventas de valores del gobierno de EE. UU.) en la formulación de políticas fue menos significativo.

A medida que la economía de la nación se volvió más integrada y más compleja, la dirección efectiva de la política monetaria comenzó a requerir una mayor colaboración y coordinación en todo el Sistema. Esto se logró en parte a través de revisiones de la Ley de la Reserva Federal en 1933 y 1935 que juntas crearon el Comité Federal de Mercado Abierto (**FOMC**) de hoy en día.

¹⁰ Para la elaboración de este apartado se ha tomado como referencia la información disponible en: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>

¹¹ La tasa de interés que se les cobra a los bancos comerciales por tomar prestados fondos de un Banco de Reserva.

La Ley de desregulación y control monetario de las instituciones depositarias de 1980 (Ley de control monetario) introdujo un grado aún mayor de coordinación entre los bancos de reserva con respecto al precio de los servicios financieros ofrecidos a las instituciones depositarias. También ha habido una tendencia entre los bancos de reserva a centralizar o consolidar muchos de sus servicios financieros y funciones de apoyo y estandarizar otros. Los bancos de reserva se han vuelto más eficientes al celebrar acuerdos de servicio dentro del sistema que asignan responsabilidades a cada uno.

El enfoque estadounidense de la banca central:

Los redactores de la Ley de la Reserva Federal rechazaron deliberadamente el concepto de un solo banco central. En cambio, proporcionaron un "sistema" de banca central con tres características sobresalientes: (1) una Junta de gobierno central, (2) una estructura operativa descentralizada de 12 bancos de reserva y (3) una combinación de características públicas y privadas.

Aunque partes del Sistema de la Reserva Federal comparten algunas características con las entidades del sector privado, la Reserva Federal se estableció para servir al interés público.

Hay tres entidades clave en el Sistema de la Reserva Federal: la Junta de Gobernadores, los Bancos de la Reserva Federal (Bancos de Reserva) y el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). **La Junta de Gobernadores**, una agencia del gobierno federal que informa y es directamente responsable ante el Congreso, brinda orientación general para el Sistema y supervisa los 12 bancos de reserva.

Dentro del Sistema, ciertas responsabilidades son compartidas entre la Junta de Gobernadores en Washington, DC, cuyos miembros son nombrados por el Presidente con el asesoramiento y consentimiento del Senado, y los Bancos y Sucursales de la Reserva Federal, que constituyen la presencia operativa del Sistema alrededor del país. Si bien la Reserva Federal mantiene una comunicación frecuente con el poder ejecutivo y los funcionarios del Congreso, sus decisiones se toman de manera independiente.

1.2.2.- Objetivos/ Funciones

Realiza cinco funciones generales para promover el funcionamiento efectivo de la economía de los Estados Unidos y, en general, el interés público. La reserva Federal

- lleva a cabo la política monetaria de la nación para promover el empleo máximo, precios estables y tasas de interés moderadas a largo plazo en la economía de los Estados Unidos;
- promueve la estabilidad del sistema financiero y busca minimizar y contener los riesgos sistémicos a través del seguimiento activo y la participación en los Estados Unidos y en el extranjero;
- promueve la seguridad y solidez de las instituciones financieras individuales y analiza su impacto en el sistema financiero en su conjunto;
- fomenta la seguridad y eficiencia del sistema de pago y liquidación a través de servicios a la industria bancaria y al gobierno de los EE. UU. que facilitan las transacciones y pagos en dólares estadounidenses; y
- promueve la protección del consumidor y el desarrollo de la comunidad a través de la supervisión y el examen centrados en el consumidor, la investigación y el análisis de los problemas y tendencias emergentes del consumidor, las actividades de desarrollo económico de la comunidad y la administración de las leyes y regulaciones del consumidor.

1.2.3.- Instrumentos de Política Monetaria:

1.2.3.1.- *Operaciones de mercado abierto*

Las operaciones de mercado abierto (OMO), la compra y venta de valores en el mercado abierto por un banco central, son una herramienta clave utilizada por la Reserva Federal en la implementación de la política monetaria. El objetivo a corto plazo para las operaciones de mercado abierto lo especifica el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). Antes de la crisis financiera mundial, la Reserva

Federal usaba las OMO para ajustar la oferta de saldos de reserva para mantener el tipo de interés oficial de la Fed¹².

El enfoque de la Reserva Federal para la implementación de la política monetaria ha evolucionado considerablemente desde la crisis financiera, y particularmente desde finales de 2008, cuando el FOMC estableció un rango objetivo cercano a cero para el tipo de interés objetivo. Desde finales de 2008 hasta octubre de 2014, la Reserva Federal amplió en gran medida su tenencia de valores a más largo plazo¹³ mediante compras en el mercado abierto con el objetivo de presionar a la baja las tasas de interés a más largo plazo y, por lo tanto, respaldar la actividad económica y la creación de empleo al crear condiciones financieras más favorables.

Durante el proceso de normalización de políticas que comenzó en diciembre de 2015, la Reserva Federal utilizará los acuerdos de recompra inversa a un día (ON RRP), un tipo de OMO, como una herramienta de política complementaria, según sea necesario, para ayudar a controlar el tipo de interés objetivo y mantener en el rango objetivo establecido por el FOMC.

1.2.3.2.- Tasa de descuento y ventana de descuento

La tasa de descuento es la tasa de interés que se cobra a los bancos comerciales y otras instituciones depositarias por los préstamos que reciben de la facilidad de préstamo de su Banco de la Reserva Federal regional: **la ventana de descuento**. Los bancos de la Reserva Federal ofrecen tres programas de ventana de descuento a las instituciones depositarias: crédito primario, crédito secundario y crédito estacional, cada uno con su propia tasa de interés. Todos los préstamos con ventana de descuento están totalmente garantizados.

Bajo el programa de crédito primario, los préstamos se otorgan a muy corto plazo (generalmente con vencimientos a un día) a instituciones depositarias en condiciones financieras generalmente sólidas. Las instituciones de depósito que no son susceptibles para crédito primario pueden solicitar crédito secundario para satisfacer las necesidades de liquidez a corto plazo o para resolver

¹² El FOMC se fija un tipo objetivo a la que las instituciones depositarias prestan saldos de reserva a otras instituciones depositarias a un día, y a través de su política monetaria intenta influir en él.

¹³ Que una medida de política monetaria afecte a los tipos de interés a largo o a corto, depende del tipo de interés oficial que modifique (máximo a un año) y si quiere influir en los tipos a plazo aún más largo debe comprar activos de vencimientos a ese plazo.

dificultades financieras severas. El crédito estacional se extiende a instituciones de depósito relativamente pequeñas que tienen fluctuaciones recurrentes dentro del año en las necesidades de financiación, como bancos en comunidades agrícolas o de temporada.

La tasa de descuento cobrada por el crédito primario (la tasa de crédito primaria) se establece por encima del nivel habitual de las tasas de interés de mercado a corto plazo; debido a que el crédito primario es el programa principal de la ventana de descuento de la Reserva Federal, la Reserva Federal a veces usa el término "tasa de descuento" para referirse a la tasa de crédito primaria. La tasa de descuento en crédito secundario está por encima de la tasa en crédito primario. La tasa de descuento para el crédito estacional es un promedio de las tasas de mercado seleccionadas. Las tasas de descuento son establecidas por la junta directiva de cada Banco de la Reserva, sujetas a la revisión y determinación de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. Las tasas de descuento para los tres programas de préstamos son las mismas en todos los bancos de reserva.

1.2.3.3.- Las exigencias de reservas

Los requisitos de reserva son la cantidad de fondos que una institución depositaria debe mantener en reserva contra obligaciones de depósito específicas. Dentro de los límites especificados por la ley, la Junta de Gobernadores tiene la autoridad exclusiva sobre los cambios en los requisitos de reserva. Las instituciones de depósito deben mantener reservas en forma de caja fuerte o depósitos en bancos de la Reserva Federal.

El monto en dólares del requisito de reserva de una institución depositaria se determina aplicando los coeficientes de reserva especificados en el Reglamento D de la Junta de la Reserva Federal a los pasivos reservables de una institución.

1.2.3.4.- Intereses sobre saldos de reserva requeridos y saldos en exceso

Los bancos de la Reserva Federal pagan intereses sobre los saldos de reservas requeridos y los saldos de reservas en exceso depositados por bancos comerciales en los bancos centrales (Ley de Alivio Regulatorio de Servicios Financieros).

El Consejo determina la tasa de interés sobre las reservas requeridas (tasa IORR). La Junta también determina la tasa de interés sobre el exceso de reservas (tasa IOER) y le da a la Reserva Federal una herramienta adicional para la conducción de la política monetaria.

1.2.3.5.- Servicio de recompra inversa a un día

En septiembre de 2014, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) indicó que tenía la intención de utilizar una medida de acuerdo de recompra inversa a un día (ON RRP) según sea necesario como una herramienta de política complementaria para ayudar a controlar el tipo de interés oficial y mantenerlo en el rango objetivo establecido por el FOMC. El Comité declaró que usaría esta medida solo en los casos necesarios y la eliminará gradualmente cuando ya no ayude a controlar el tipo de interés objetivo.

Cuando la Reserva Federal realiza un RRP nocturno, vende un título de deuda (**security**) a una contraparte elegible y simultáneamente acepta comprar el título de deuda al día siguiente.

La Reserva Federal realizó ejercicios técnicos utilizando los RRP de ON a partir de septiembre de 2013 con el fin de obtener experiencia operativa y obtener información sobre cómo se podrían utilizar dichas operaciones durante el proceso de normalización de políticas¹⁴.

1.2.3.6.- Facilidad de depósito a plazo (TDF)

Herramienta mediante la cual la Reserva Federal puede administrar la cantidad agregada de saldos de reserva en poder de las instituciones depositarias. Los fondos colocados en depósitos a plazo se eliminan de las cuentas de reserva de las instituciones participantes durante la vigencia del depósito a plazo y, por lo tanto, drenan los saldos de reserva del sistema bancario.

En septiembre de 2014, el FOMC indicó que durante el proceso de normalización de la política monetaria, la Reserva Federal tiene la intención de utilizar herramientas como el TDF para ayudar a controlar la tasa de interés del gobierno federal y moverla al rango objetivo establecido por el FOMC.

¹⁴ Por lo tanto, es sólo una herramienta para ver los efectos que en un futuro habría cuando quisieran volver a extraer liquidez de los mercados una vez pasada la crisis.

1.2.3.7.- QE (Quantitative Easing)¹⁵

Se trata de un instrumento de política no convencional y se asemeja a las operaciones de mercado abierto con la excepción de que en este caso se compran activos que no son los que tradicionalmente venía comprando la Fed.

Estos activos son: **bonos del Tesoro americano a más largo plazo** y **Mortgage Backed Securities** (deuda que emiten entidades privadas y que en caso de impago está garantizada por activos hipotecarios de su propiedad).

La cuenta de contrapartida del pasivo para financiar estas compras es la de depósitos de bancos comerciales en el banco central. Es decir, la Fed compraba a los bancos comerciales estos activos y se los pagaba haciéndoles un ingreso en su cuenta por el importe de la operación.

Resumen de los programas más importantes de QE:

- QE1: de noviembre de 2008 a junio de 2010, donde se compraron activos por valor de 2 billones de dólares.
- QE2: de noviembre de 2010 a junio de 2011, donde se compraron activos (en este caso sólo bonos del Tesoro a más largo plazo, no MBS) por valor de 0,6 billones de dólares.
- QE3: de septiembre de 2012 a octubre de 2014 donde se compraron activos por valor de 1,7 billones de dólares.

1.2.3.6.- Otros instrumentos no convencionales¹⁶:

- *Commercial Paper Funding Facility*
- *Primary Dealer Credit Facility*
- *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*
- *ABCP MMMF Liquidity Facility*
- *Term Securities Lending Facility*
- *Term Auction Facility*

¹⁵ Herramienta más importante para la salida de la crisis

¹⁶ Se describen en el apartado tres, donde se explican las medidas implantadas cuando fueron pertinentes

2. EVOLUCIÓN DE LA CRISIS¹⁷

Los objetivos del BCE y de la Fed descritos en el apartado anterior pueden resumirse en las dos funciones principales de cualquier banco central:

- perseguir una **estabilidad financiera** (y evitar pánicos) actuando como **prestamista de última instancia**, dotando de la liquidez suficiente al sistema.
- Y por otro lado, garantizar la **estabilidad económica** mediante la herramienta de la **política monetaria** (convencionalmente usando los tipos de interés a corto plazo).

Durante el comienzo de la crisis fue clave la función de prestamista de última instancia (para evitar una mayor propagación se rescató a entidades bancarias solventes pero en riesgo de quiebra por falta de liquidez) y en la recuperación de la crisis fue clave la política monetaria (bajada de tipos de interés, aumento del crédito, aumento del consumo de las familias y de la inversión de las empresas).

Para empezar cabe distinguir unos puntos débiles del sistema financiero, tanto públicos como privados, que hicieron que la caída del precio de la vivienda desembocara en una crisis más profunda, ya que de por sí el sector de la vivienda no era una gran amenaza.

En cuanto al sector privado destacan: el exceso de apalancamiento¹⁸ asumido (y muy en especial riesgo a corto plazo) y la incapacidad para valorar el riesgo de crédito¹⁹, el frecuente uso de instrumentos financieros exóticos (como los **Mortgage Backed Securities**, que permitían negociar en bolsa a los bancos de inversión con contratos hipotecarios).

¹⁷ Para la elaboración de este apartado se han tomado referencias de las conferencias impartidas por Bernanke, B. (2012) en la Universidad George: "The Federal Reserve and the Financial Crisis". Disponibles en: <https://www.youtube.com/watch?v=E3fFg8XIS0k&t=3852s>. Que a su vez están recogidas en el libro: Bernanke, B. (2012): *Mis años en la Reserva Federal: Un análisis de la Fed y las crisis financieras*.

¹⁸ El apalancamiento es sinónimo de invertir con capital ajeno. Lo cual tiene mayor rentabilidad potencial (en caso de éxito del proyecto de inversión, en términos absolutos el beneficio va a ser mayor), pero también tiene mayores riesgos (en caso de fracaso del proyecto de inversión, vas a perder el dinero y vas a tener que devolver la deuda contraída).

¹⁹ Riesgo de que el prestatario se declare insolvente y no pague la deuda contraída.

En cuanto al sector público, por un lado destaca la falta de regulación: debería de haberse obligado a los bancos a tener sus riesgos controlados (mediante la dotación de provisiones). Y por otro lado, haber medido los riesgos de determinados organismos públicos de manera individual y no de manera agregada (del sistema financiero en su conjunto).

Los organismos públicos a los que me refiero en el párrafo anterior son dos empresas del gobierno²⁰ de los EEUU llamadas Fannie Mae y Freddie Mac, que se dedicaban a la titularización de hipotecas. Este proceso consistía en comprar las hipotecas a los bancos (que formaban el activo del balance de Fannie y Freddie) y emitir títulos que se pueden negociar en bolsa como contrapartida (pasivo del balance de Fannie y Freddie). La ventaja de este proceso es que las hipotecas no se pueden negociar directamente en bolsa, pero sí a través de una empresa de titularización de este tipo; una vez que están en el mercado, es más fácil encontrar inversores que deseen financiar las hipotecas a los particulares que acudían a los bancos²¹.

Por su parte los bancos minoristas sacaban estos activos hipotecarios de su balance cubriéndose ante el riesgo de crédito y trasladando este riesgo a Fannie y Freddie. Al no soportar este riesgo, los bancos podían rebajar las condiciones para conceder las hipotecas a sus clientes.

Veamos la ausencia de condiciones que ofrecían las entidades de crédito antes de la crisis: no pedían una entrada (financiaban al 100% el valor de la vivienda), no tenían en cuenta el historial de crédito del cliente (hipotecas sin documentación), concedían hipotecas a más de 30 años, el interés que ofrecían era variable (en función del interés interbancario, con lo que las cuotas podían subir de precio), ofrecían sólo el pago de los intereses en las primeras cuotas (el principal se empezaba a pagar más adelante con lo cual las cuotas iban aumentando a medida que pasaba el tiempo y se hacían más difíciles de pagar),

²⁰ Ambas cotizadas en bolsa (estructura privada) pero cuya dirección es pública; la figura jurídica estadounidense es *Government Sponsored Enterprise*.

²¹ La Ley Glass-Steagall separaba la banca de inversión (o mayorista) de la banca minorista para evitar la especulación. En este punto es conveniente señalar el hecho de que estas dos bancas pudiesen operar con el mismo tipo de activos (en este caso contratos hipotecarios) se debía a la derogación de la Ley Glass-Steagall.

etc. Básicamente financiaban a todo o el mundo porque el riesgo no lo asumían ellos sino la empresa de titularización.

Ilustración 1: Ejemplos de anuncios de hipotecas *subprime*:

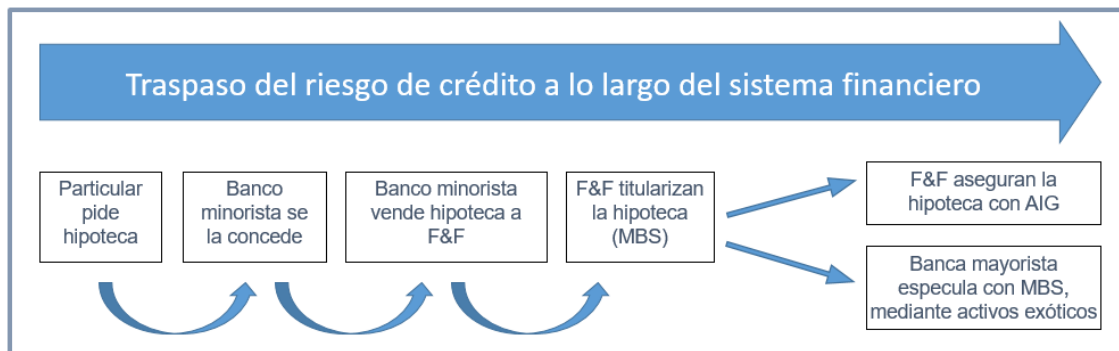


Fuente: Bernanke, (2012), p.

A su vez Fannie y Freddie para asegurarse de que los títulos que emitían (su pasivo, respaldado por las hipotecas) gozaban de la máxima calificación crediticia, aseguraban sus hipotecas con empresas como AIG (aseguradora). Por lo que al final, no se sabía muy bien quién respondería en caso de impago del particular que contrató la hipoteca con el banco.

Por último, para cerrar el círculo, uno de los compradores de títulos de FyF eran los bancos de inversión. Estos bancos no trabajan con particulares (por lo que no pueden conceder directamente hipotecas, pero pueden financiarlas indirectamente a través de entidades de titularización como Fannie y Freddie). Leman Brothers era uno de estos bancos de inversión altamente implicado en el mercado de las hipotecas. A su vez estos bancos de inversión emitían deuda propia garantizada (MBS) y, en caso de impago, la contraparte se quedaba con los activos hipotecarios.

Ilustración 2: Creación de la burbuja



Fuente: Elaboración propia.

Mientras el precio de la vivienda se mantuviera constante o aumentase este sistema funcionaba: muchas veces los particulares podían refinanciar su hipoteca aunque no pudiesen hacer frente a las cuotas ya que, como el precio de su vivienda era mayor²², el banco les concedía un nuevo crédito. Ahora bien, cuando en 2007 la Reserva Federal, ante el riesgo de inflación, subió los tipos de interés, las hipotecas a tipo variable (sujetas a este tipo de interés) empezaron a ser impagadas, el precio de la vivienda cayó, los particulares ya no pudieron refinanciar sus cuotas, y como el precio de la vivienda que el banco embargaba era menor que la deuda que le quedaba por cobrar, los activos de los bancos se vieron deteriorados. Esto tiene un impacto directo en los beneficios de los bancos que pasaron a ser negativos y no pudieron hacer frente a sus deudas a corto plazo. Por lo tanto se produce una crisis de liquidez²³.

Este colapso en el sistema no se quedó en los bancos comerciales solo, sino que se trasladó a lo largo de la cadena previamente descrita, contagiando a los sectores de seguros y a la banca mayorista. Por desgracia los títulos emitidos

²² Los créditos minoristas se conceden en función de la solvencia que tiene un individuo; esta solvencia viene determinada por el patrimonio; la vivienda conforma normalmente la parte principal del patrimonio de las familias y si la vivienda sube de precio aumenta el patrimonio de las familias de manera proporcional.

²³ Diferencia entre liquidez y solvencia: la liquidez hace referencia a bancos que, aun siendo solventes a largo plazo, por razones coyunturales necesitan financiación para hacer frente a obligaciones inmediatas; mientras que la solvencia hace referencia a si una entidad puede cubrir el total de sus obligaciones (pasivos) con el activo que tiene (en el largo plazo).

por Fannie y Freddie eran extremadamente complejos y esto provocó incertidumbre sobre quién iba a tener que soportar las pérdidas en última instancia. Esta incertidumbre creó la situación de pánico financiero.

En consecuencia, el mercado interbancario se paralizó, ya que las entidades no se fiaban unas de otras.

Cuando un banco (o una empresa) no puede hacer frente a sus deudas a corto plazo (falta de liquidez) y no tiene acceso al mercado mayorista (porque estaba paralizado por el pánico financiero) está obligada a malvender rápidamente sus activos para así pagar sus deudas inmediatas. El hecho de malvender activos implica que los resultados de los bancos se reducen no sólo por los activos tóxicos que se deterioraron (malos créditos o hipotecas) sino también por malvender los créditos que sí que serán buenos y solventes, pero que por falta de liquidez tuvieron que ser vendidos.

Ante tal situación las autoridades monetarias intervinieron, se hizo un análisis de las entidades que a largo plazo podían ser solventes y se las rescató (caso de Fannie&Freddie, AIG, etc. que pasaron a ser de dominio público) para evitar una quiebra en cadena de la mayoría de bancos (caso de Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of America, Merrill Lynch y otros tantos bancos europeos). En este sentido, los bancos centrales cumplieron su función de estabilidad financiera proveyendo de liquidez al sistema.

Pero esto no fue suficiente, porque la crisis se había extendido a la economía real y era necesario aplicar medidas de política monetaria.

3. ¿CÓMO SE SOLUCIONÓ?: MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA²⁴

Hasta aquí hemos analizado las causas y los desencadenantes de la Gran Recesión, ahora nos dedicaremos a explicar las medidas que se tomaron por las

²⁴ Para la elaboración de este apartado se han usado referencias a la conferencia de Kaiser, A. (2018): "A 10 años de la crisis *subprime*". Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=GBesFC5pSRc&list=PL068C8e2vpaDz4a-tah86WRS0HdqUAIQu&index=10>

diferentes autoridades monetarias para paliar sus efectos y evitar una recesión económica más profunda.

Hay un gran consenso en que inicialmente los gobiernos y los mercados no analizaron toda la información disponible, por lo tanto no supieron evaluar la dimensión real del problema. Los bancos centrales también subestimaron la importancia de la crisis y hasta septiembre de 2007 su reacción fue por detrás de los acontecimientos.

Sin embargo, de no haber sido por la intervención de estos grandes bancos centrales proporcionando liquidez y comprando activos de poca solvencia, la economía global habría experimentado una recesión económica similar a la de los años 30 (ya que en este momento se dejó caer a los bancos confiando en que sólo caerían los insolventes sin contagiar al resto, cosa que por pánico financiero no ocurrió).

El primer banco al que corresponde atribuirle el mérito de realizar políticas que se salían de lo convencional es el BCE, con la inyección de 95.000 millones de euros (mediante créditos garantizados a bancos con problemas de liquidez) en agosto de 2007 para contrarrestar la desconfianza que estaba generando la contracción del crédito interbancario a c/p²⁵.

Por su parte, la Fed instaba a los bancos a utilizar la ventana de descuento para la obtención de este tipo de préstamos pero sorprendentemente los bancos no hicieron uso de esta facilidad²⁶. Por este motivo, la institución redujo los tipos de interés de la ventana de descuento, extendió el vencimiento de sus préstamos y admitió activos hipotecarios como garantía ante un posible impago. No obstante, estas medidas no surtieron efecto (por miedo de los bancos a ser identificados como insolventes); así que en diciembre de 2007 la Fed introdujo las TAF (Facilidades de Subasta a Término). Este instrumento constituye el inicio de las medidas no convencionales de la Fed y es similar a la ventana de descuento, con la excepción de que el banco prestatario era tratado de forma anónima.

²⁵ Los bancos no conocían la exposición de otros bancos a los productos hipotecarios y sus derivados, por lo que no se dejaban dinero entre ellos ni siquiera a un día para solventar desajustes de tesorería.

²⁶ Tenían miedo de identificarse como insolventes (auto delatarse). Cuando vas a la ventanilla ofreces activos en garantía, y se evalúa tu situación financiera... información que tarde o temprano acabará en el mercado.

También en diciembre de 2007 la Fed y el BCE, en coordinación con otros grandes bancos centrales, establecieron líneas de “Swaps”²⁷ de divisas para facilitar las inversiones²⁸ y el comercio internacional.

Las medidas de provisión de liquidez del BCE estaban dando sus frutos pero para terminar de estabilizar al mercado introdujo las LTRO (diciembre 2007), que complementaban a las MROs ordinarias pero ampliaban el vencimiento del préstamo de una semana a tres meses.

La estabilidad en Europa duró hasta septiembre de 2008: quiebra Lehman Brothers²⁹.

En octubre de 2008, los bancos centrales bajan sus tipos de interés de referencia (MRO en Europa y tasa de interés objetivo del FOMC³⁰ en EEUU) a cifras cercanas a cero, agotando así el margen de maniobra de las políticas monetarias convencionales.

En este momento, ambos bancos centrales llevaron una actuación paralela en medidas no convencionales que consisten en la compra de activos específicos del sector financiero con el objetivo de aliviar tensiones. En EEUU los mercados financieros (bolsa) son el principal intermediario financiero entre ahorradores y consumidores, mientras que en Europa este papel lo tienen los bancos comerciales.

La Fed comenzó con la llamada “Credit Easing”³¹ que agrupa tres tipos de medidas:

²⁷ Un swap es un contrato por el cual dos partes acuerdan intercambiarse en el futuro dos bienes a un precio previamente pactado. En este caso los bienes son las divisas y el precio pactado es un tipo de cambio.

²⁸ Cuando una empresa quiere montar una sede en el exterior, pide un préstamo a su banco local (porque ya le conoce y le ofrece financiación basándose en su historial) en la moneda del país de destino de la inversión. El banco local consigue estas divisas solicitándoselas a bancos con los que tenga convenio en el país de destino, pero si los mercados interbancarios están cerrados es imposible; por eso los bancos centrales garantizaron a través de swaps el suministro de divisas a los bancos locales.

²⁹ Ver apartado 2 para las causas.

³⁰ Tasa de interés a la que los bancos prestan sus reservas a otros bancos con un vencimiento de un día.

³¹ Similar a la “Quantitative Easing” pero con la diferencia de que en la QE se inyecta dinero en general en la economía mediante la compra de activos y en la CE también se compran activos, pero no con el objetivo de inyectar dinero de forma generalizada, sino inyectar dinero en mercados específicos que tienen problemas (en este caso el mercado financiero).

1. Préstamos a bancos: tras el impacto positivo de las TAF, en marzo de 2008 se extendieron los activos que servían como garantía del préstamo, incluyéndose activos hipotecarios. Además se introdujeron dos nuevos instrumentos:
 - TSLF (Term Securities Lending Facility): similar a las TAF pero alarga los vencimientos de los créditos
 - PDCF (Primary Dealer Credit Facility): admiten como prestatario también a la banca de inversión; no sólo la comercial
2. Las medidas anteriores no tienen un éxito total ya que el dinero no llega a la economía real, estancándose en los bancos. Para remediar esto la Fed comenzó a inyectar liquidez directamente en los mercados considerados clave:
 - A través del AMLF, y tras la caída, de LB el CPFF. Ambos instrumentos consistían en comprar efectos comerciales³² de empresas para así proporcionar liquidez a ese mercado.
 - TALF: inyectar liquidez para la concesión de préstamos a PYMES.
3. Compra de MBS de Fannie Mae y Freddie Mac en noviembre de 2008 y en marzo de 2009 compra de bonos del tesoro a gran escala (en este momento se puede empezar a hablar de **QE**). El importe total de esta QE asciende a 2 billones de dólares. Comprender esta herramienta (QE) es de vital **importancia** ya que fue la medida principal para superar la crisis: al comprar bonos (a gran escala) a los bancos se inyecta dinero en el sistema bancario, en consecuencia los tipos de interés bajan y las empresas pueden invertir y las familias sobreconsumir (endeudándose a tipos de interés bajos), esto hace que la producción aumente (aumento de PIB) y se genere empleo (descenso del paro).

Por su parte, el BCE en marzo de 2009 comenzó a comprar “*covered bonds*” (similares a los MBS) y en 2010, tras el comienzo de la crisis fiscal griega³³, lanzó el programa “*Securities Market Program*” de compra de bonos soberanos (en

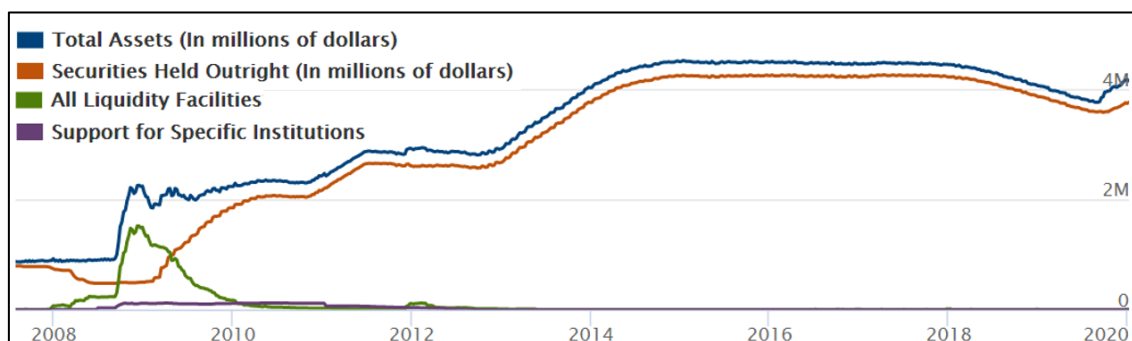
³² Pagarés, letras de cambio...

³³ El gobierno griego, para paliar los efectos sociales de la crisis, se endeudó hasta tal punto que las agencias de calificación consideraron sus bonos como “basura”, dando por hecho que Grecia quebraría. En esta situación, el gobierno no conseguía colocar nueva deuda y la única salida era imprimir dinero (lo cual era imposible estando en el Euro).

mercados secundarios, no en la emisión) con vencimientos entre uno y tres años de Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España (PIGS³⁴ por sus siglas en inglés). Esta intervención en los mercados de deuda supuso una caída en las primas de riesgo³⁵ de estos países y por tanto, una estabilización de la situación. No obstante, fue una medida muy controvertida porque no entra dentro de las competencias del BCE (y si entra, es de una interpretación muy laxa del objetivo de estabilidad financiera). En 2012 el valor total de estos activos llegó a 0,2 billones.

De noviembre de 2010 hasta junio de 2011, la Fed puso en marcha su segundo programa de compra a gran escala de activos: la QE2. Y en septiembre de 2012 hasta octubre de 2014 la QE3, dando así continuidad a sus políticas de inyección de dinero en la economía. El monto total de estas dos políticas es de 2,3 billones de dólares (0,6 en la QE2 y 1,7 en la QE3). El dinero para financiar estas compras se “consiguió” por medio de un incremento de la base monetaria:

Ilustración 3: Activos de la Fed



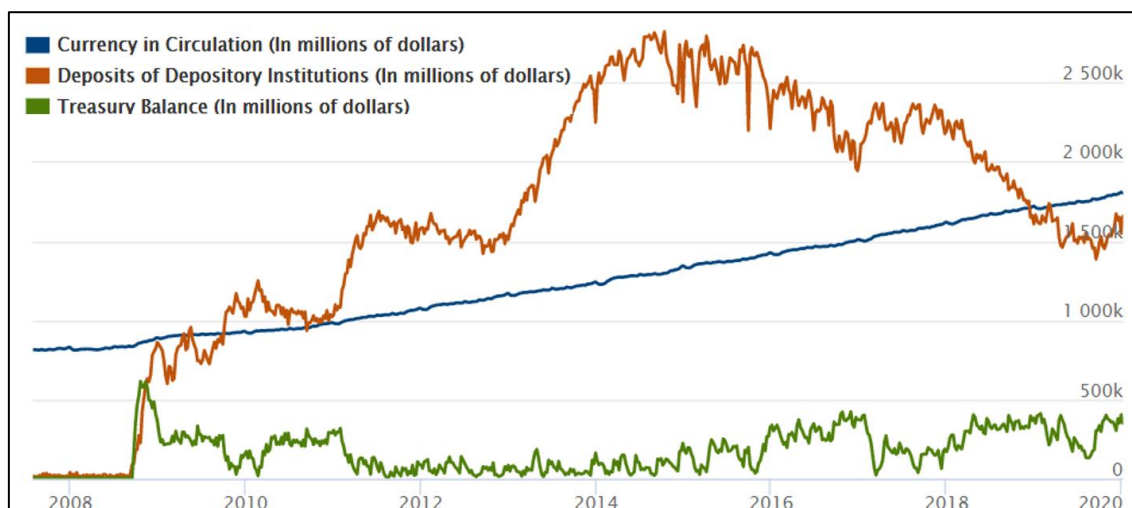
Fuente: Fed

En el gráfico se muestra el incremento del total de activos (línea azul) que principalmente son “*Securities Held Outright*” (bonos del tesoro y MBS).

³⁴ Término acuñado por la prensa inglesa para referirse a estos países.

³⁵ Diferencia de rentabilidades entre los bonos alemanes y la deuda de otros países.

Ilustración 4: Pasivos de la Fed



Fuente: Fed

Por el lado de los pasivos se muestra que claramente la cuenta que financia estas compras es la cuenta de depósitos de los bancos comerciales (*Deposits of Depository Institutions*)³⁶ y en menor medida el dinero en la economía real (*Currency in Circulation*).

Se puede decir pues, que hay un distanciamiento en el rumbo de las políticas monetarias de ambos bancos: mientras que el BCE permanece inmóvil (dejando vencer las MRO y las LTRO que ya tenía contratadas, sin proceder a su renovación), la Fed aboga por la QE.

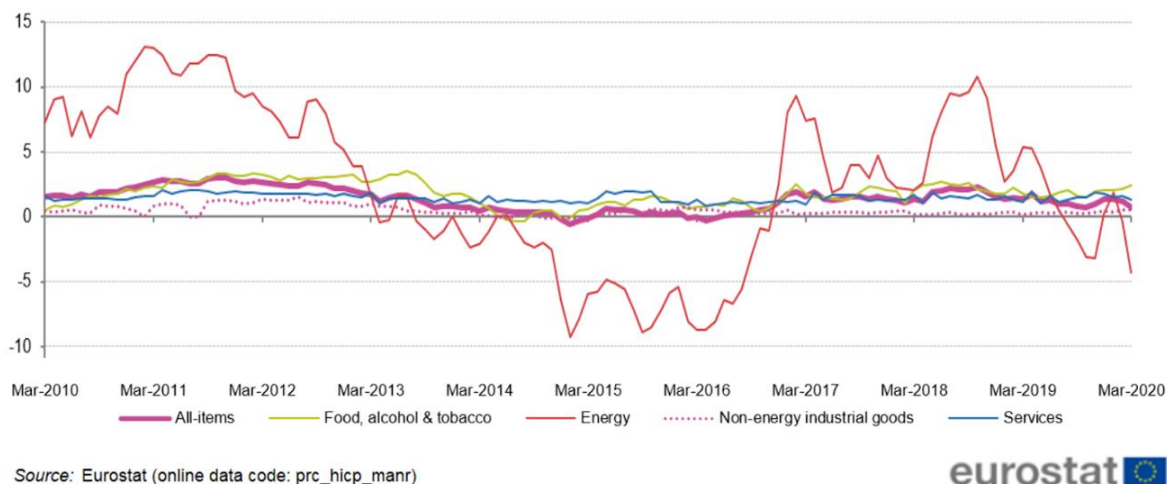
En esos momentos los países del norte de Europa no eran partidarios de este tipo de políticas (básicamente de monetización de deuda³⁷) porque, aunque ayudan a mejorar la situación de desempleo a c/p, generan inflación local (lo que va en contra del objetivo principal del BCE) y depreciación de la moneda. Pero en este contexto la depreciación de la moneda haría a los países del Sur de Europa más competitivos, debido a la devaluación interna y la inflación estaba por debajo del objetivo del dos por ciento, debido principalmente a una caída en los precios de la energía (factor externo a Europa)³⁸:

³⁶ Nótese que, si no fuera dinero de nueva creación sino dinero sustraído de la economía, la cuenta de efectivo en manos del público disminuiría en la medida en que aumentase la de depósitos de los bancos comerciales en el banco central.

³⁷ La única diferencia es que en la monetización de la deuda se compra en el mercado primario (en la emisión).

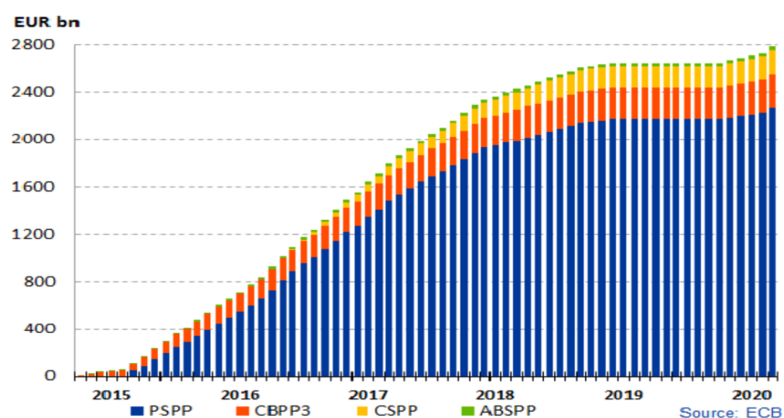
³⁸ No se dice que la baja inflación sea la causa que llevó a Europa a adoptar medidas de QE (la causa fue el paro y el estancamiento en los países del Sur) pero al menos no supuso una barrera para tomar este tipo de medidas de compra a gran escala de deuda pública.

Ilustración 5: Inflación en la Eurozona y sus componentes



Finalmente, el BCE anunció³⁹ en enero de 2015 la compra de 1,14 billones de euros desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016, con el objetivo de estimular la economía inundando a los bancos de liquidez y depreciando el euro para hacernos más competitivos de cara a las exportaciones. A esta política, que en EEUU se le llamó QE, en Europa se le denominó APP (*Asset Purchase Programmes*) y básicamente se centró en la compra de bonos (*Public Sector Purchase Programme*):

Ilustración 6: APP desagregado por tipo de activo



³⁹ Este tipo de anuncios, meses antes de tomar las medidas se denomina “forward guidance” y sirven para que los agentes económicos vayan tomando decisiones económicas antes del evento (así estas decisiones no son repentinas ni bruscas, aportando estabilidad al sistema).

Como se muestra en la gráfica, las compras se han prolongado hasta llegar a los 2,8 billones en Marzo de 2020⁴⁰.

La imitación de estas medidas de QE por parte del BCE implica una vuelta a la homogeneización de las políticas monetarias por parte de ambos bancos, que habían tenido un desfase temporal desde el 2009.

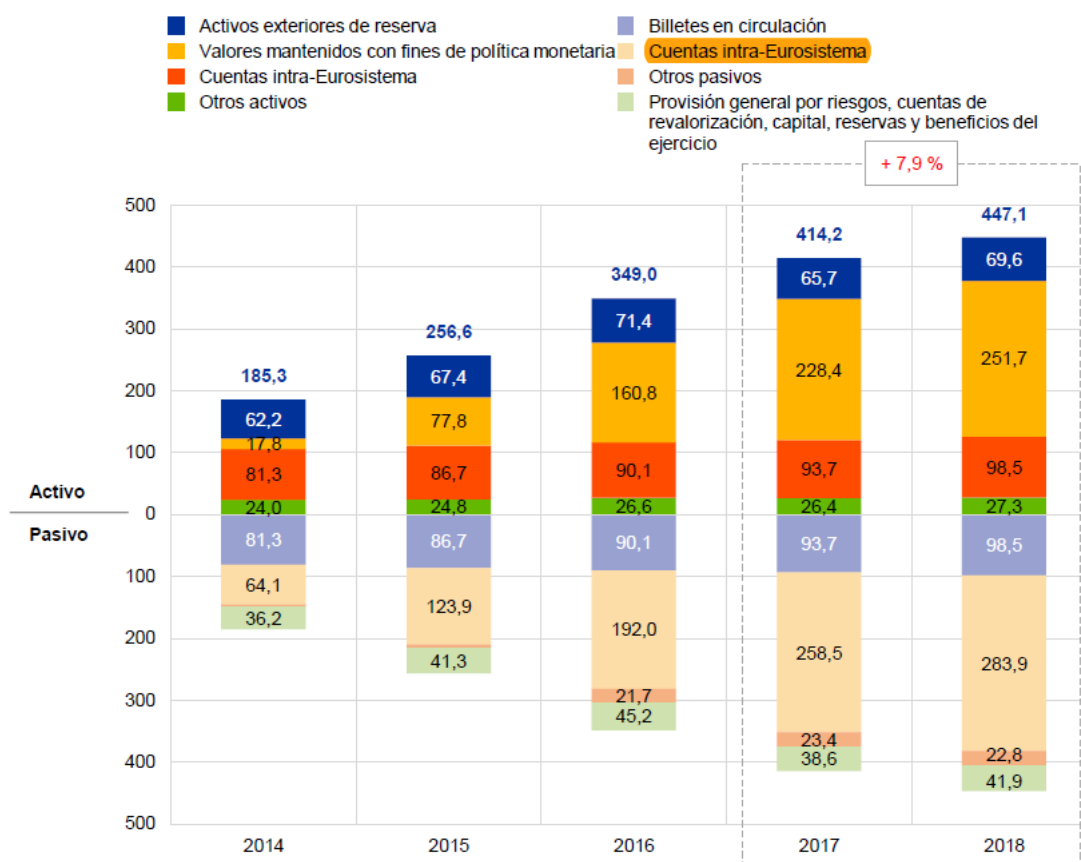
No obstante, es oportuno recalcar que ha habido crítica de ambos lados del espectro ideológico: por un lado se critica la tardanza (en comparación con la Fed) en adoptar este tipo de medidas y, por otro lado, se critica la manipulación del mercado de dinero⁴¹ y la pérdida de valor de la moneda como activo de reserva (ya que, al igual que en caso de la Fed, el BCE aumento la base monetaria para financiar la compra de estos activos).

⁴⁰ El BCE anunció y efectuó nuevas compras al ver que las medidas daban resultado.

⁴¹ La oferta de dinero no refleja ahorro alguno, sino dinero creado de la nada: dándole a la máquina de imprimir billetes.

Ilustración 7: Componentes principales del balance del BCE

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Como muestra la ilustración 7, la cuenta de activo “valores mantenidos con fines de política monetaria” se financia con la cuenta de pasivo “cuentas intra-Eurosistema” que recoge obligaciones de pago del BCE en favor de los bancos comerciales (la terminología que usa Europa para los depósitos de bancos comerciales en el banco central)⁴².

4. CONCLUSIONES

La crisis se gestó por una mezcla de causas de entre las que destacan: los incentivos públicos al acceso a la vivienda (mediante la creación de empresas

⁴² Nótese que, si no fuera dinero de nueva creación sino dinero sustraído de la economía, la cuenta de efectivo en manos del público disminuiría en la medida en que aumentase la de depósitos de los bancos comerciales en el banco central.

públicas inmobiliarias y rebaja legal de requisitos para la concesión de hipotecas), la derogación de la Ley Glass-Steagall (que separaba la banca de inversión de la banca minorista para controlar la especulación) y por último la codicia del sector bancario, endosándose de unos a otros el riesgo de crédito de productos en los que nadie creía y al final contaminando a todo el sector (con la desconfianza de no saber la solvencia de otros bancos, lo que supuso el colapso del sistema bancario al no fluir el crédito entre ellos). El desencadenante fue la subida de los tipos de interés por parte de la Fed ante el riesgo de inflación en 2007 y el comienzo de impago de las hipotecas de tipo variable.

Para solucionar esta situación primero se tomaron medidas convencionales: bajadas de tipos de interés y operaciones de mercado abierto más recurrentes, de mayor volumen y a más largo plazo⁴³; luego se tomaron medidas para intentar solucionar problemas en ciertos mercados que no estaban funcionando bien (como es el mercado de efectos comerciales para ayudar a las empresas, el mercado de deuda pública de países del Sur de Europa, el mercado de MBS, etc). Y por último, se optó por una actuación a gran escala de inyección de liquidez⁴⁴ y desplazamiento de la oferta monetaria, bajadas de tipos de interés a largo plazo y reactivación de la economía.

Esta medida la tomó antes Fed debido a que el empleo y el crecimiento económico son dos mandatos expresos que tiene entre sus objetivos (al mismo nivel del de controlar la inflación); por el contrario, el BCE tiene estos objetivos como secundarios (por detrás del de control de la inflación) y hasta que no hubo un riesgo de deflación no pudo justificar la toma de estas medidas de compra de activos a gran escala.

⁴³ Además del rescate a entidades principalmente públicas que se consideraron solventes pero en situación de quiebra por falta de liquidez (AIG, Fannie & Freddie...)

⁴⁴ Mediante un ingreso por parte del BCE en las cuentas de depósito que los bancos comerciales tienen en el mismo. Es decir, aumentando la base monetaria.

5. BIBLIOGRAFÍA

BCE (2020): “Política Monetaria”. Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html> [consulta 12/04/2020].

Bernanke, B. (2012): *Mis años en la Reserva Federal: Un análisis de la Fed y las crisis financieras*. Editorial Deusto, Universidad George Washington.

Fed (2020): “Monetary Policy”. Disponible en <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm> [consulta 12/04/2020].

Kaiser, A. (2018): Conferencia “A 10 años de la crisis subprime”. Disponible en <https://www.youtube.com/watch?v=GBesFC5pSRc&list=PLO68C8e2vpaDz4a-tah86WRS0HdqUAIQu&index=10> [consulta 12/04/2020]