



**UNIVERSIDAD DE JAÉN**  
**Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas**

Trabajo Fin de Grado

**LA POLÍTICA MONETARIA DEL  
BANCO CENTRAL EUROPEO  
DURANTE LA CRISIS  
LA ADOPCIÓN DE MEDIDAS NO  
CONVENCIONALES**

**Alumno: Antonio Jesús Ortiz Valencia**

**Mayo, 2016**



## **RESUMEN**

La crisis económica y financiera que comenzó en 2007, originada en los Estados Unidos, se propagó hasta Europa, afectando a la mayoría de los países pertenecientes al Eurosistema y evidenciando los problemas existentes en sus economías. Dicha coyuntura económica y sus perspectivas futuras obligaron al Banco Central Europeo a tomar una serie de medidas de política monetaria complementarias a las ya existentes, conocidas como "no convencionales". El objetivo de estas medidas era inyectar la liquidez necesaria a la economía, salvaguardar la eficacia del mecanismo de transmisión de la política monetaria y alcanzar su objetivo principal, la estabilidad de precios. El objeto de este trabajo es analizar la aplicación de medidas no convencionales a través de la política monetaria del Banco Central Europeo. Además, realizaremos un estudio detallado de cada una con el fin de poder conocer los efectos de su implantación, cómo han evolucionado adaptándose a las necesidades del sistema, la retirada de dichas medidas no convencionales y un análisis de la efectividad que estas medidas han tenido para la zona euro.

## **ABSTRACT**

The economic and financial crisis that began in 2007, originated in the United States, spread to Europe, affecting most countries within the Eurosystem and highlighting the existing problem in their economies. Such economic situation and future prospects forced the European Central Bank to make a number of complementary monetary policy measures to existing ones, known as "unconventional". The aim of these measures was to inject the necessary liquidity to the economy, safeguard the effectiveness of the transmission mechanism of monetary policy and achieve its primary objective, price stability. The purpose of this work is to analyze the implementation of unconventional measures through monetary policy of the European Central Bank. In addition, we will conduct a detailed analysis of each one in order to know the effects of its implementation, how they have evolved to adapt to the needs of the system, the withdrawal of the unconventional measures and an analysis of the effectiveness these measures have had to the euro zone.



## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN .....	1
2. LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE ANTES DE LA CRISIS .....	2
2.1. ¿QUÉ ES LA POLITICA MONETARIA? .....	3
2.2. ¿COMO FUNCIONA? .....	4
2.3. LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE .....	8
2.4. INSTRUMENTOS CONVENCIONALES .....	10
2.4.1 LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO .....	10
2.4.2 LAS FACILIDADES PERMANENTES .....	13
2.4.3 EL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS.....	14
3. LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA CRISIS .....	15
3.1. MEDIDAS NO CONVENCIONALES .....	16
3.1.1 PROBLEMAS CON LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ..	16
3.1.2 MEDIDAS ORIENTADAS AL MERCADO MONETARIO.....	18
3.1.3 MEDIDAS ORIENTADAS A LOS MERCADOS DE VALORES.....	25
3.1.4 RETIRADA GRADUAL DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES.....	30
3.1.5 EVALUACIÓN DE LA EFICACIA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES .....	33
4. POSIBLES RIESGOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN TERMINOS DE ASIGNACIÓN Y DISTRIBUCIÓN.....	34
5. CONCLUSIONES .....	37
6. BIBLIOGRAFÍA. ....	39



## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Mecanismo de transmisión monetaria .....	7
Gráfico 2: Tipos de interés de las operaciones principales de financiación .....	19
Gráfico 3: Tipos de interés de las facilidades permanentes .....	20
Gráfico 4: Variaciones en el valor residual medio de la liquidez .....	22
Gráfico 5: Programa para el mercado de valores y las operaciones monetarias de compraventa .....	28
Gráfico 6: Evolución de la cantidad inyectada .....	29
Gráfico 7: Evolución de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE entre 2007 y 2012.....	31

## ÍNDICE TABLAS

Tabla 1: Principales características de las operaciones de mercado abierto y de las facilidades permanentes .....	11
Tabla 2: Categorías de activos negociables .....	21





## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis económica y financiera iniciada en 2007, surgida en los Estados Unidos debido al ingente volumen de deuda acumulada, basada en hipotecas de dudoso pago, se propagó al poco tiempo hasta Europa. A día de hoy, es la mayor crisis que hemos vivido desde la conocida Gran Depresión de 1929. Esta supuso la bancarrota de productores de materias primas, provocó el estallido de guerras comerciales y la desintegración del sistema bancario, lo que dejó en evidencia los problemas estructurales de dicha época. Los problemas a los que se enfrentó Europa en 2008 se vieron reflejados en la producción, el empleo y las finanzas públicas, teniendo un mayor efecto en los países del sur aunque, en realidad, afectó a todo el continente. Esta situación produjo la debilitación del mecanismo de transmisión monetaria, lo cual tuvo repercusión directa sobre la economía. Dichos acontecimientos obligaron al BCE a complementar los instrumentos tradicionales de su política monetaria con otras medidas calificadas como "no convencionales", con el fin de tranquilizar los mercados, inyectar liquidez y cumplir su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios.

Este trabajo tiene como objetivo realizar un análisis detallado y profundo de la política monetaria del BCE, centrándonos en las aplicación de sus medidas no convencionales, para lo que realizaremos un estudio de cada una con el fin de conocer sus efectos sobre la economía real. Este trabajo puede servir para conocer como el Banco Central Europeo ha ido adaptándose a los nuevos acontecimientos, mediante la aplicación de una política monetaria diferente, con objeto de hacer frente a los nuevos escenarios.

Para la realización de este trabajo se ha llevado a cabo una revisión de la literatura publicada sobre el tema. Además de trabajos académicos se han consultado distintos informes publicados por el BCE (Banco Central Europeo) y el Banco de España.

El trabajo se divide en tres partes además de esta introducción y un apartado dedicado a las conclusiones.

En primer lugar, se explicará cual es la política monetaria que estaba aplicando el Banco Central Europeo hasta la crisis. Se analizarán los instrumentos convencionales y el

mecanismo de transmisión utilizado para hacer efectiva dicha política y, ser capaz de hacerla llegar a la economía real.

En segundo lugar, y como parte central de este trabajo, desarrollaremos la política monetaria que se ha tenido que aplicar durante la crisis, teniendo en cuenta los problemas del mecanismo de transmisión monetaria. Se llevará a cabo una explicación detallada de cada una de las medidas no convencionales, con el fin de poder conocer los efectos de su implantación y cómo han evolucionado adaptándose a las necesidades del sistema para servir como herramienta del Banco Central Europeo en la consecución de sus objetivos. Para cerrar esta parte central, comentaremos el proceso previsto para la retirada de dichas medidas y expondremos la evaluación de la eficacia de su utilización.

Por último, haremos un análisis de los riesgos a los que se expone la zona euro mediante la aplicación de las medidas no convencionales.

Para cerrar el trabajo, se incluye una relación de las referencias bibliográficas consultadas.

## **2. LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE ANTES DE LA CRISIS**

Según Novales Cinca, A. (2010), la crisis actual ha tenido etapas que coinciden con unos reducidos tipos de interés que se asemejan a la situación de 1970. Las últimas crisis que conocemos han podido resolverse mediante la aplicación de una política monetaria que no destacaba por su agresividad, sino todo lo contrario, por ser más bien relajada, lo cual se traduce en unos tipos de interés bastante bajos que han ayudado a mantener la tasa de inflación en los niveles más bajos conocidos. Pero la coexistencia de bajos tipos de interés y bajas tasas de inflación en los primeros años del nuevo siglo no se explica sólo por la actuación de los bancos centrales de los países industrializados, ni por la emergencia de una nueva era, sino por efectos exógenos y cambios en el entorno. Como resultado de estas políticas, se alcanzó un crecimiento sostenido del crédito muy por encima de lo que era razonable y unas valoraciones del riesgo injustificadamente optimistas. Además, se ignoraron todas las señales de alarma que emitía el sistema.

Si existe una regularidad empírica demostrada es que periodos de crecimiento desorbitados del crédito, conducen irremediabilmente a crisis bancarias. Y por consiguiente, la superación de la crisis obliga a un desapalancamiento inevitable que se manifiesta en una reestructuración del sector financiero. El exceso de capacidad instalada en la industria financiera ha de purgarse. En este contexto de desapalancamiento, las entidades financieras han de preocuparse fundamentalmente de gestionar su balance, restringiendo inevitablemente el crédito, para asegurar su solvencia. Ello conduce a una dolorosa crisis económica. De ahí la necesidad de reformas que consigan un equilibrio adecuado en el sistema financiero, una regulación eficaz que incentive la asunción prudente y sostenible de riesgo tanto en las épocas de auge como en la caída cíclica (Fernández, F. y Navarrete, F., 2009).

## **2.1. ¿QUÉ ES LA POLITICA MONETARIA?**

La política monetaria o política financiera, en términos teóricos, se puede definir como el conjunto de mecanismos orientados al control de la oferta monetaria, la cual incluye tanto dinero en efectivo como dinero bancario, y que tienen como objetivo mantener la estabilidad económica (Mochón Morcillo, F., 2013).

En la zona euro, esta política es ejecutada por el Banco Central Europeo (BCE), que constituye el núcleo del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), formado por los bancos centrales nacionales (BCN) de los 28 Estados miembros de la Unión Europea y el propio BCE. No obstante, como no todos los Estados comunitarios se han adherido a la Unión Monetaria Europea, esta función la desempeña, en la práctica, el Eurosistema, en cuyo centro también se encuentra el BCE, pero sólo participan los 19 países que han adoptado el euro.

El BCE tiene la tarea de controlar la variación de los precios, lo cual ayudaría a poder evitar una posible inflación o deflación. Esta estabilidad de los precios trae consigo una serie de beneficios, como pueden ser, entre otros, la mejora en los criterios de decisión sobre inversiones o gastos de empresas y consumidores, la reducción de la probabilidad de

que los individuos y las empresas desvíen recursos que podrían destinar a usos productivos, y el mantenimiento de la cohesión social y la estabilidad (Gerdesmeier, D., 2009).

## 2.2. ¿COMO FUNCIONA?

El BCE regula su oferta monetaria, a través de la aplicación de dos tipos de políticas: política monetaria expansiva o restrictiva, según aumente o disminuya la cantidad de dinero en circulación (Tugores Ques, J., 2000). De esta forma, se producirá una variación en el tipo de interés de equilibrio en el mercado monetario.

- Política monetaria expansiva: El Banco Central adopta esta política a través del aumento de la cantidad de dinero. Esto puede llevarse a cabo mediante una reducción del coeficiente de caja, aumentando el crédito al sistema bancario o bien, comprando títulos públicos. A efectos prácticos, al haber más dinero en la economía, los agentes que actúan como inversores, comprarán más activos, lo que provocará una mayor demanda y con ello una subida de precios y una reducción del tipo de interés, lo que, a su vez, se traduce en un aumento del atractivo de los préstamos bancarios y de la inversión.
- Política monetaria restrictiva: En este caso, se produce el proceso opuesto al anterior. Es decir, el BCE retira dinero en circulación, lo cual se puede realizar mediante el incremento del coeficiente de caja, reduciendo el crédito al sistema bancario o vendiendo títulos públicos. Al darse una situación ante la que el público se percata de una disminución del dinero, este se orienta hacia la venta de activos financieros, como pueden ser obligaciones, bonos, etc., provocando una disminución de la demanda de activos y, por tanto, una reducción del precio de estos, lo cual conlleva un aumento del tipo de interés.

Teóricamente, esto parece sencillo pero, en la práctica, se trata de un proceso complicado, debido principalmente a dos grandes obstáculos. En primer lugar, podemos encontrar los retardos o retrasos en la política, es decir, el tiempo que transcurre para que los responsables tomen decisiones, ya que, a menudo, se tarda en reconocer y en responder a los cambios de la economía (Andrew B, A. y Ben S, B., 2001). En segundo lugar, se debe

a que, desafortunadamente la economía no es una ciencia exacta, por lo que, a veces, las predicciones difieren del rumbo que realmente toma (Sorman, G., 2011).

La ejecución de la política monetaria, puede suponer la variación de la cantidad de dinero que encontramos en circulación, viéndose afectada la economía real, lo cual provocaría cambios en la inversión, la producción y el empleo. Es decir, los cambios en la política monetaria se transmiten, a través del llamado mecanismo de transmisión monetaria, a la producción y al empleo.

El mecanismo de transmisión monetaria, el cual podemos observar en el gráfico 1, consiste en una larga serie de causas y efectos que vincula las decisiones del BCE en temas de política monetaria, con la variación de los precios (Calvo Bernardino, A. y Parejo Alcázar, M.M., 2007). En este mecanismo, el BCE tiene un papel relevante debido a su condición de único emisor de billetes además de ser el único proveedor de reservas bancarias. El mecanismo, según el Banco de España (Banco de España: "¿Cómo actúa la política monetaria?"), comienza con la distribución de liquidez y el control de los tipos de interés. La cadena seguiría con los siguientes pasos:

- **Variación de los tipos de interés oficiales:** El banco central es el encargado de controlar y variar los tipos de interés oficiales.
- **Afecta a los tipos de interés bancarios y de mercado:** El sistema bancario solicita dinero, con el fin de compensar saldos interbancarios, cumplir el coeficiente legal de caja que hay que depositar en el banco central y satisfacer la demanda de efectivo. De esta forma la variación de los tipos de interés oficiales influye en los tipos de interés bancarios.

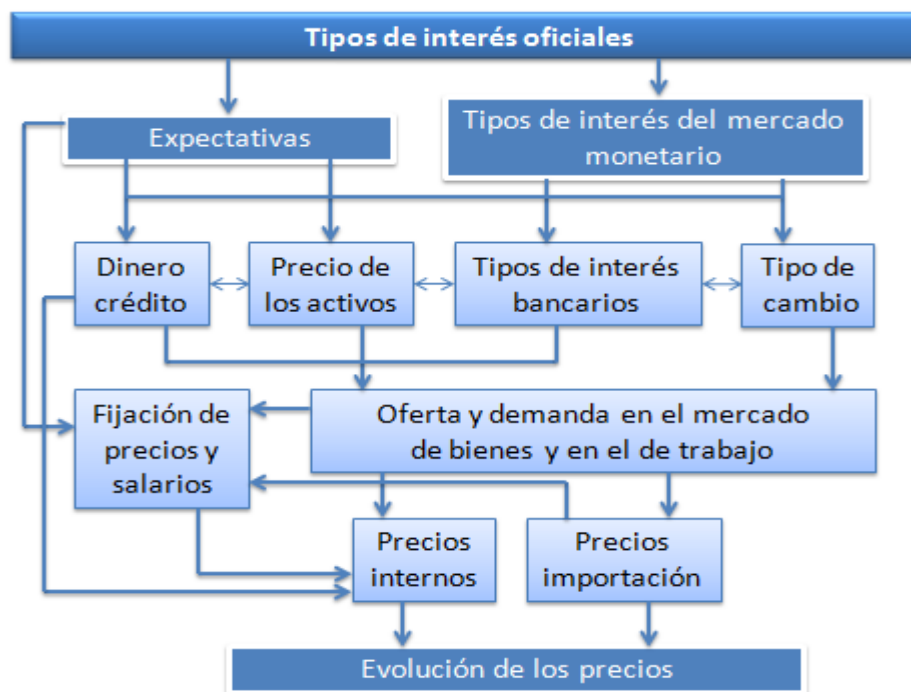
De forma indirecta, esto repercute en el mercado mediante la transmisión de los tipos de interés a sus clientes, a través del coste de los créditos y la remuneración de los depósitos.

- **Tiene impacto sobre las expectativas:** Las previsiones sobre la trayectoria de la política monetaria y de la inflación, quedan afectadas por la variación de los tipos de interés oficiales.

- **Afecta al precio de los activos financieros:** Las alteraciones de la política monetaria y de sus previsiones de futuro, inciden sobre los rendimientos de los activos financieros y sobre los precios (p.ej. deuda privada, bonos del estado, acciones,...). Las variaciones en el precio influyen paralelamente en las decisiones de gasto, ahorro e inversión, tanto de empresas como hogares, quedando afectada en última instancia la demanda de bienes y servicios de la economía.
- **Condiciona las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos:** Las decisiones de ahorro e inversión de las empresas y consumidores están condicionadas por los tipos de interés. Unos bajos tipos de interés fomentan, por una parte, el consumo (debido a que la rentabilidad esperada por sus ahorros es reducida) y, por otra, la inversión (dado que el rendimiento de la inversión realizada puede ser superior al coste efectivo de la operación realizada).
- **Afecta a la oferta de crédito:** La inversión empresarial y las decisiones relativas al consumo de los hogares, está determinada por dos factores, el coste del crédito y su disponibilidad. De esta forma, la relación entre estos factores y la política monetaria, puede constituir una importante herramienta para transmitir las variaciones a los diferentes agentes de la economía.
- **Afecta a los tipos de cambio de la moneda:** Las variaciones del tipo de interés pueden influir en el tipo de cambio a través de los flujos internacionales de capital, de tal modo que pueden apreciar o depreciar el valor de la moneda.  
La reacción está ligada al grado de apertura de la economía al comercio internacional. Tanto los precios de las importaciones como la competitividad quedan afectados por el tipo de cambio, que puede incidir en la demanda externa y en los precios de los bienes finales.
- **Incide en la fijación de salarios y precios:** La política monetaria tiene como objetivo principal, la estabilidad de precios, que incide en las expectativas de inflación y en la fijación de salarios y precios.

No hay que olvidar que las variaciones en la demanda pueden producir tensiones en los mercados de trabajo y de bienes intermedios, lo que puede afectar a la fijación de los precios.

Gráfico 1: Mecanismo de transmisión monetaria



Fuente: Banco Central Europeo (2010a).

Después de observar la cadena anterior, podemos entender que las medidas de la política monetaria tienen un plazo bastante amplio hasta llegar a influir en la evolución de los precios.

Las dimensiones de los efectos pueden ser diferentes según el estado en el que se encuentre la economía, lo cual puede dificultar la realización de cálculos con exactitud. Además, hay que tener en cuenta que existen factores externos que pueden afectar en el comportamiento de los precios, como puede ser, entre otros, el precio del petróleo o la evolución de la economía mundial.

A causa de esto, en la zona euro, el BCE suele fijar algunos métodos de control para comparar las medidas adoptadas. Uno de ellos se basa en la relación entre el crecimiento monetario y la inflación. Si el primero es excesivo generaría inflación, por tanto se

produciría un aumento de los precios que podría influir en las expectativas futuras. Este pertenece a uno de los pilares de estrategia de política monetaria (Paternoster, D. y Verbeken D., 2016), que analizaremos más detenidamente en el apartado 2.3.

De este modo, el seguimiento de los agregados monetarios se justifica porque ofrece información útil para la política monetaria y, a través de su evolución, sirve para valorar si concurren tendencias inflacionistas.

### **2.3. LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE**

El Banco Central Europeo sigue una orientación que se fundamenta en el cumplimiento de los objetivos enunciados en el artículo 127 del Tratado de *Maastricht*. Se hace referencia a un objetivo principal que aparece enunciado en el apartado 1, "*El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, [...] será mantener la estabilidad de precios*". La consecución de dicho objetivo es posible mediante la aplicación de la estrategia de política monetaria del BCE. Esta se articula en torno a dos elementos principales, la definición cuantitativa del objetivo prioritario de la estabilidad de precios y el análisis de los riesgos para evaluar las previsiones de evolución de los precios basado en dos pilares.

a) Definición cuantitativa del objetivo prioritario de la estabilidad de precios.

Aunque el Tratado de *Maastricht* establece claramente que el objetivo principal del Eurosistema es el mantenimiento de la estabilidad de precios, no ofrece una definición precisa de lo que se entiende como tal.

Para determinar este objetivo el BCE señaló la siguiente definición en 1998: "*La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la zona del euro inferior al 2%. La estabilidad de precios ha de mantenerse en el medio plazo*" (Banco de España: "La estrategia del BCE"). La causa de no considerarlo a corto plazo se debe a la volatilidad de los precios, factor que la política monetaria no puede controlar. Además, esta orientación a medio plazo da la posibilidad de ofrecer una respuesta gradual y acompasada ante cualquier contrariedad económica prevista, cuyos efectos puedan ser perjudiciales para el objetivo de la estabilidad de precios.



b) Análisis de los riesgos para evaluar las previsiones de evolución de los precios basados en dos pilares.

Las decisiones de política monetaria se basan en un análisis detallado de los riesgos para la estabilidad de precios. Este análisis se organiza a partir de dos perspectivas analíticas pero complementarias sobre la determinación de la evolución de los precios, denominada los dos pilares (Gerdesmeier, D., 2009):

- Análisis económico: Este primer pilar, desarrolla su valoración en una situación económica determinada y con una condiciones financieras determinadas, por lo que, a diferencia del análisis monetario, no nos ayuda a hacernos una idea sobre tendencias futuras, sino que estudia como los riesgos del corto plazo-medio plazo pueden afectar a la estabilidad de precios.

Para realizar dicho análisis, se estudian un conjunto de variables como pueden ser la evolución del producto total, la demanda agregada y sus componentes, la política fiscal, la situación de los mercados de capitales y de trabajo, una amplia gama de indicadores de precios y costes, la trayectoria del tipo de cambio, la economía mundial y la balanza de pagos, los mercados financieros, así como la situación patrimonial de los sectores de la zona del euro.

Todos estos factores son útiles para valorar la dinámica de la actividad real y la evolución probable de los precios desde la perspectiva de la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores, en horizontes temporales más cortos.

- Análisis monetario: El segundo pilar, se centra en la relación existente entre el crecimiento monetario y la inflación en el medio y largo plazo. Es una relación ampliamente aceptada y ayuda a la política monetaria de forma que nos permite hacernos una idea de las tendencias futuras de la inflación más allá de previsiones de inflación convencionales. Este análisis viene a reforzar la idea de que el BCE debe velar por que la tasa de crecimiento monetario sea compatible con la estabilidad de precios en horizontes considerablemente amplios.

El análisis monetario supone un medio fiable para ejecutar en base a este la política monetaria, ya que, toma en consideración la evolución de una amplia gama de indicadores monetario y realiza una evaluación exhaustiva de la situación de créditos y de la liquidez. Además de consolidarse como un medio fiable para la ejecución de sus medidas, sirve como respaldo de la orientación de la política monetaria única a medio plazo.

## **2.4. INSTRUMENTOS CONVENCIONALES**

El BCE ha implementado tradicionalmente su política monetaria a través de una serie de instrumentos: las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y las exigencias de reservas mínimas. En la tabla 1 se recogen resumidamente las principales características tanto de las operaciones de mercado abierto como de las facilidades permanentes.

### **2.4.1 LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO**

Abarcan un conjunto amplio de actuaciones que tienen como objetivo el control de los tipos de interés, la gestión de la liquidez del mercado y la determinación de la orientación de la política monetaria (Vega Vidal, J. A., 2000).

A diferencia de las facilidades permanentes, las operaciones de mercado abierto (OMA) se basan en un sistema de subastas regulares convocadas por el BCE, lo que significa que solamente pueden ser utilizadas a instancias del SEBC y no de las entidades de contrapartida. El BCE es, por tanto, quien inicia las operaciones de mercado abierto y decide el instrumento a utilizar.

Tabla 1: Principales características de las operaciones de mercado abierto y de las facilidades permanentes

Tipos de operaciones de política monetaria		Tipos de instrumentos		Vencimiento	Frecuencia	Procedimiento
		Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
Operaciones de mercado abierto	Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales	-	Una semana	Semanal	Subasta estándar
	Operaciones de financiación a plazo más largo	Operaciones temporales	-	Tres meses	Mensual	Subasta estándar
	Operaciones de ajuste	Operaciones temporales	Operaciones temporales	No estandarizado	No estandarizado	Subasta
		Swaps de divisas	Swaps de divisas	-	-	Procedimiento bilateral
		-	Captación de depósitos a plazo	-	-	-
	Operaciones estructurales	Operaciones temporales	Operaciones temporales	No estandarizado	No estandarizado	Subasta estándar
		-	Emisión de certificados de deuda del BCE	Menos de 12 meses	No estandarizado	
Compras simples		Ventas simples	-	No estandarizado	Subasta procedimiento bilateral	
Facilidades permanentes	Facilidad marginal de crédito	Operaciones temporales	-	A un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	
	Facilidad de depósito	-	Depósitos	A un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	

Fuente: BCE (2011c).

Se puede establecer una clasificación de las operaciones de mercado abierto en función del objetivo perseguido por el SEBC en su utilización (Moral Bello, C., 2000). De este modo, se puede hablar de:

- a) Operaciones de principales de financiación (*Main refinancing operations* - MRO). Son aquellas que pretenden regular la liquidez, procurando financiación semanal a las entidades y a un plazo de dos semanas, constituyendo la vía de financiación más importante del sistema crediticio. La realizan los Bancos Centrales Nacionales y se utilizan las subastas estándar.
- b) Operaciones de financiación a más largo plazo (*Long-term Refinancing Operation* - LTRO). Inyectan liquidez con frecuencia mensual y a un plazo de tres meses. También se llevan a cabo por los Bancos Centrales Nacionales mediante subastas estándar.
- c) Operaciones de ajuste (*Fine-tuning operation* - FTO). Su objeto es corregir las posibles desviaciones de los tipos de interés respecto a los determinados en las operaciones semanales. Los Bancos Centrales Nacionales utilizan las operaciones temporales como repos, swaps de divisas o captación de depósitos a plazo, a través de subastas rápidas o procedimientos bilaterales.
- d) Operaciones estructurales (*Structural Operations* - SO). Las realiza el BCE para ajustar la posición del SEBC frente al sector financiero en su conjunto. Pueden instrumentarse en operaciones temporales y emisiones de certificados de deuda, en las que el procedimiento utilizado es la subasta estándar, o bien en transacciones en firme, en cuyo caso lo más habitual son los procedimientos bilaterales.

A su vez, estas operaciones se pueden llevar a cabo a través de diversos instrumentos (BCE, 2011a):

1. Operaciones temporales: consiste en la compra y venta de activos de garantía mediante una operación simultánea con pacto de recompra o de reventa de los mismos activos.
2. Concesión o toma de préstamos con activos de garantía.

3. Operaciones simples: Compras o ventas de activos a su vencimiento, al contado o a plazo, en las que la propiedad pasa plenamente al comprador o vendedor
4. Captación de depósitos a plazo fijo.
5. Emisión de certificados de deuda: Son pasivos que puede emitir el BCE para absorber liquidez del mercado. Se pueden emitir con regularidad o sin ella, al descuento y con un vencimiento inferior al año; y se utilizan en operaciones estructurales.
6. Swaps de divisas: es la operación de intercambio de flujos de caja futuros, en la misma o diferente moneda, correspondientes a operaciones de endeudamiento o inversión sobre el mismo nominal.

#### **2.4.2 LAS FACILIDADES PERMANENTES**

Las facilidades permanentes (*Standing facilities*), tienen como objetivo inyectar o drenar liquidez diaria, establecer la orientación general de la política monetaria y controlar los tipos día a día (Moral Bello, C., 2000). Las entidades que operan con el SEBC disponen de dos facilidades permanentes sujetas al cumplimiento de ciertas condiciones de acceso:

a) La facilidad marginal de crédito, permite a las entidades conseguir liquidez a un día contra activos garantizados. Puede decirse que estos préstamos se conceden de forma automática, ya que el límite de cantidad lo establece el volumen de activos garantizados de que se disponga. El coste de la obtención de liquidez por esta vía es superior que si las entidades la obtuviesen en el mercado, debido a que el tipo de interés es mayor. Otra característica es que estos préstamos, al igual que ocurre con los depósitos, se conceden con carácter permanente y a diario, de forma que aunque vencen a un día pueden ser renovados sucesivamente (Calvo, P., 2011).

b) Por su parte, la facilidad marginal de depósito, es aquella que permite que las entidades efectúen depósitos a un día, no habiendo normalmente, ninguna limitación en cuanto a cantidad. Se trata de la posibilidad de que, en cualquier momento del día, las entidades trasladen un determinado saldo desde su cuenta de tesorería en el Banco de España a una cuenta especial de depósitos, que se remunera a un tipo inferior a los de mercado.

Los tipos de interés de las facilidades permanentes son anunciados por el BCE, y se constituyen en los tipos oficiales de referencia para los mercados monetarios, en torno a los cuales van a oscilar los tipos de mercado a corto plazo.

### **2.4.3 EL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS**

El BCE impone a las entidades el mantenimiento del denominado coeficiente de reservas mínimas. Su regulación se encuentra recogida en los Estatutos del SEBC/BCE, en el Reglamento del Consejo de la UE y en el Reglamento del BCE sobre coeficiente de reservas mínimas.

Los objetivos de este coeficiente son la consecución de la estabilidad de tipos de interés en el mercado monetario y la creación o ampliación de un déficit estructural de liquidez. Por una parte, facilitar a las entidades e instituciones un mecanismo que permita mitigar los efectos de las alteraciones de los niveles de liquidez en el mercado, que tienen como resultado la estabilización de los tipos de interés. De otra, la creación o aumento de un déficit estructural de liquidez resulta importante para que el SEBC disponga de una capacidad relevante como proveedor de liquidez (López Domínguez, I.: "Sistema de Reservas mínimas").

Se encuentran sometidas a este coeficiente las entidades de crédito establecidas en los Estados Miembros y las sucursales que, trabajando en los Estados Miembros, no dispongan de oficina registrada en ellos. Las sucursales que están radicadas fuera de la zona euro no están obligadas al coeficiente de reservas mínimas. Además, es importante señalar que las entidades que están sometidas a dichos coeficientes son las únicas que gozan de las siguientes posibilidades de actuación (Moral Bello, C., 2000):

- Acceso a las facilidades permanentes.
- Participación en las operaciones de mercado abierto en subastas estándar.
- Actuar como contrapartida en las facilidades permanentes y en las operaciones de mercado abierto.

Este coeficiente se materializa en una determinada cifra de depósitos obligatorios que cada entidad debe mantener sobre una cantidad de pasivos computables. Se concreta de

acuerdo con los datos del balance de las entidades, referidos al final del periodo de cómputo, aplicando sobre los pasivos computables el nivel del coeficiente que corresponde a cada categoría de dichos pasivos. El coeficiente se mantiene durante un mes, desde cada día 24 hasta el 23 del mes siguiente, en una o más cuentas, generalmente, con el Banco Central Nacional correspondiente (Moral Bello, C., 2000).

Los depósitos obligatorios se remuneran al tipo de interés resultante de la media de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación del BCE. La remuneración se liquida el segundo día hábil para el Banco Central Nacional después del final del período en el que se ha mantenido.

Puede producirse un incumplimiento del coeficiente como consecuencia de que la media de activos de caja al final del día del período sea menor que la exigida. Ello dará lugar a las correspondientes sanciones, que van desde el pago de hasta cinco puntos porcentuales sobre el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, calculados sobre la cantidad de depósitos que no ha mantenido la Entidad, hasta dos veces el tipo o hasta que la entidad mantenga tres veces la cantidad de depósitos en firme no remunerada (BCE, 1998).

### **3. LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA CRISIS**

La reciente crisis financiera mundial y su consiguiente recesión económica han exigido respuestas de política económica por parte de las autoridades fiscales y monetarias de todo el mundo. Desde el comienzo de los problemas financieros, a mediados de 2007, el BCE ha reaccionado, aunque de forma un poco tardía para algunos países, pero con decisión, ante el deterioro de la situación económica y financiera (El Economista, 2009). Todo ello, con el objetivo de mantener estables los precios a medio plazo, además de reducir los tipos de interés hasta niveles nunca observados en los países de la zona euro. En la fase de mayor tensión en los mercados financieros, el Eurosistema introdujo un conjunto de medidas de política monetaria no convencionales, que comprenden las medidas de apoyo reforzado al crédito y el Programa para los Mercados de Valores. Estas medidas, alejadas de los instrumentos convencionales, han ayudado a sostener la intermediación financiera en la zona del euro y han intentado mantener la disponibilidad de crédito en

hogares y empresas, a la vez que cumplían el objetivo principal del BCE de mantener la estabilidad de precios (BCE, 2015a). Debido a su carácter temporal, algunas de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis ya han sido eliminadas, mientras que otras se retirarán gradualmente en cuanto la situación económica y financiera se normalice.

### **3.1. MEDIDAS NO CONVENCIONALES**

Como nos informa el Banco Central Europeo, a través de uno de sus artículos (BCE, 2011b), entre el periodo que transcurre desde octubre de 2008 y mayo de 2009, a raíz de la grave crisis financiera y de los inherentes riesgos que esta supone para la estabilidad de precio a medio plazo, el BCE intervino de forma que redujo el tipo de interés de sus principales operaciones de financiación en 325 puntos básicos. Sin embargo, las dificultades en el proceso de transmisión amenazaban con impedir que se produjese un cambio de rumbo para la política monetaria que se estaba aplicando, de modo que se pudiese trasladar a las condiciones crediticias para hogares y sociedades no financieras. Por este motivo, el BCE también introdujo un conjunto de medidas calificadas como no convencionales junto con una reducción de los tipos de interés oficiales, durante el período de mayor tensión que se observó en los mercados financieros, con el objetivo de mantener la funcionalidad de la transmisión de la política monetaria.

Estos nuevos planteamientos fueron aplicados, principalmente, utilizando la estructura del conjunto de elementos disponibles para, en primer lugar, sostener las condiciones de financiación de las diferentes entidades de crédito, a fin de incrementar la provisión de crédito al sector privado y, en segundo lugar, controlar el contagio en los mercados financieros.

#### **3.1.1 PROBLEMAS CON LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA**

En opinión de González Páramo, J.M. (2012), la crisis financiera ha creado un entorno de tensión en los diferentes canales de transmisión de la política monetaria, que son



los encargados de trasladar a la economía y, en última instancia, a los precios, las decisiones que influyen en los tipos de interés fijados por el BCE.

En circunstancias normales, mediante un correcto funcionamiento del proceso de intermediación financiera a través del sector bancario y de los mercados financieros, las indicaciones incorporadas en los tipos de interés oficiales son transmitidas de una manera fluida a los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo y, por consiguiente, a los tipos de interés a más largo plazo, que son indicadores con más transcendencia a la hora de tomar decisiones por parte del sector privado. La crisis ha dañado la transmisión de los tipos de interés oficiales que, a su vez, ha tenido efecto en los tipos de interés del mercado monetario y en otros tipos de interés bancarios y de mercado.

En segundo lugar, los acontecimientos precedentes a la crisis, dejaron al descubierto las carencias de las entidades de crédito para acceder a financiación, lo cual presionó sobre el activo del balance de dichas entidades, elevando el riesgo de un acentuado estrechamiento del flujo de la oferta de préstamos (Banco de España, 2012). Además, en el entorno de la crisis de la deuda soberana, la escasa liquidez en los mercados de deuda pública, añadió nuevas tensiones, dado el uso generalizado de estos valores como activos de garantía en los préstamos garantizados, afectando con ello a la capacidad de las entidades de crédito para prestar al sector privado.

En tercer lugar, la recesión cíclica, añadida a las caídas en los precios de los activos, afectó de manera significativa en el balance y en la solvencia de los prestatarios de las entidades. Estos efectos se vieron con más claridad a causa del entorno de crisis de la deuda soberana, que afectó a algunos países de la zona del euro, causando pérdidas en las carteras de inversores financieros y no financieros, continuando con el guión de efectos adversos que influían en su capacidad de préstamo.

En último lugar, cabe señalar las importantes desviaciones observadas en las percepciones de riesgo de los intermediarios financieros y de los inversores, que amenazaron el acceso normal al crédito para financiar la actividad empresarial en la economía, esto es conocido como canal de asunción de riesgos (Fondo Monetario Internacional, 2014). Esta excesiva asunción de riesgos en el sistema financiero antes de la

crisis, fue modificada durante la crisis y el sistema financiero se volvió más reacio a la aceptación de riesgos.

Las medidas no convencionales adoptadas por el BCE se clasifican según los mercados a los que iban dirigidas principalmente, es decir, el mercado monetario y los mercados de valores (Disyatat, P., 2009).

### **3.1.2 MEDIDAS ORIENTADAS AL MERCADO MONETARIO**

#### a) Incremento del suministro de liquidez.

Durante la primera fase de la crisis que se inició en agosto de 2007, la dificultad principal fue corregir el mal funcionamiento del mercado monetario a raíz de la incertidumbre en torno a la solvencia de las contrapartes. Las entidades de crédito prefirieron acumular la liquidez al comienzo del período de mantenimiento, período para el cual se calcula el importe de las exigencias de reservas que las entidades de crédito han de satisfacer. Este período tiene el objetivo de reducir la incertidumbre sobre la situación de liquidez de las entidades de crédito (González Páramo, J.M., 2009).

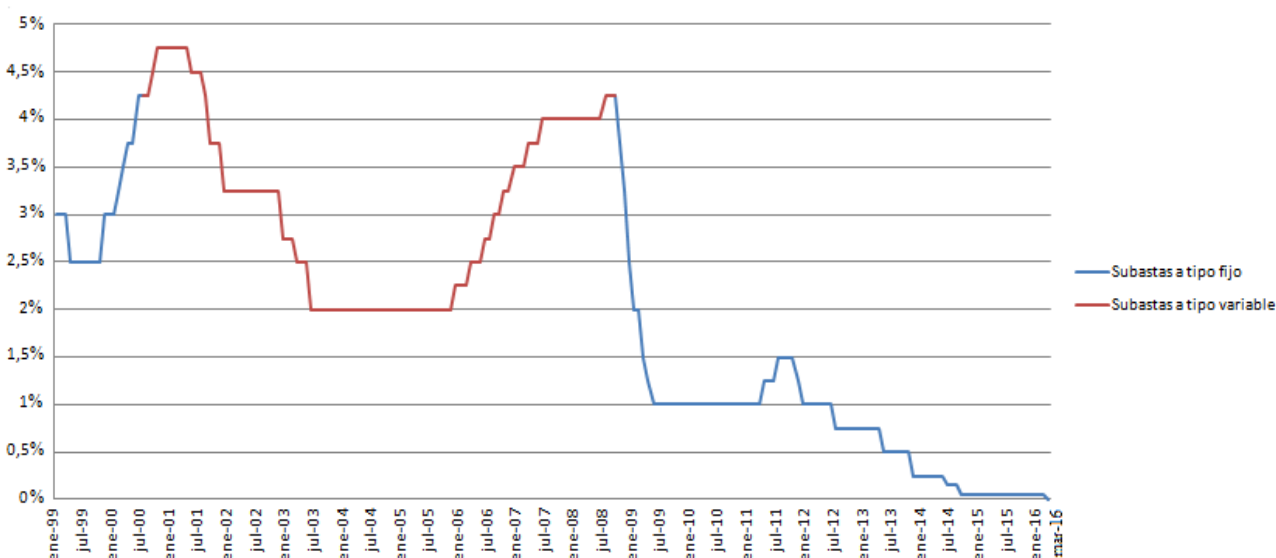
El BCE acomodó esta preferencia adjudicando mayores volúmenes de liquidez en las operaciones principales de financiación al comienzo del período de mantenimiento, reduciendo con ello la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo y manteniendo un marco operativo eficiente en lo que se refiere a conducir el tipo de interés a un día hacia el tipo de interés de dichas operaciones.

#### b) Cambio a subastas de tipo fijo y adjudicación plena.

El BCE reaccionó, como podemos observar en el gráfico 2, adoptando directamente una función de intermediación en la provisión de liquidez a entidades de crédito individuales. Esta tarea desempeñada habitualmente por el mercado monetario, llevó al BCE a cambiar las subastas a tipo de interés variable por subastas a tipo fijo con adjudicación plena de la liquidez demandada por las contrapartes. El objetivo de dicha medida consiste en reducir los efectos causados por el mal funcionamiento del mercado

monetario en la liquidez de entidades de crédito solventes, con las subasta a tipo fijo y adjudicación plena el BCE se asegura que todas las entidades con necesidades de liquidez (y activos de garantía suficientes) conseguían la cobertura de sus requerimientos. El incremento de la importancia de la intermediación no es coherente con la que debería regir en una situación normal, aunque está justificada debido a la crisis. Tras establecer las condiciones económicas y financieras necesarias para el correcto funcionamiento de los mercados, se deberá retornar los incentivos para los préstamos interbancarios (González Páramo, J.M., 2010).

Gráfico 2: Tipos de interés de las operaciones principales de financiación



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (BCE: "Key ECB interest rates").

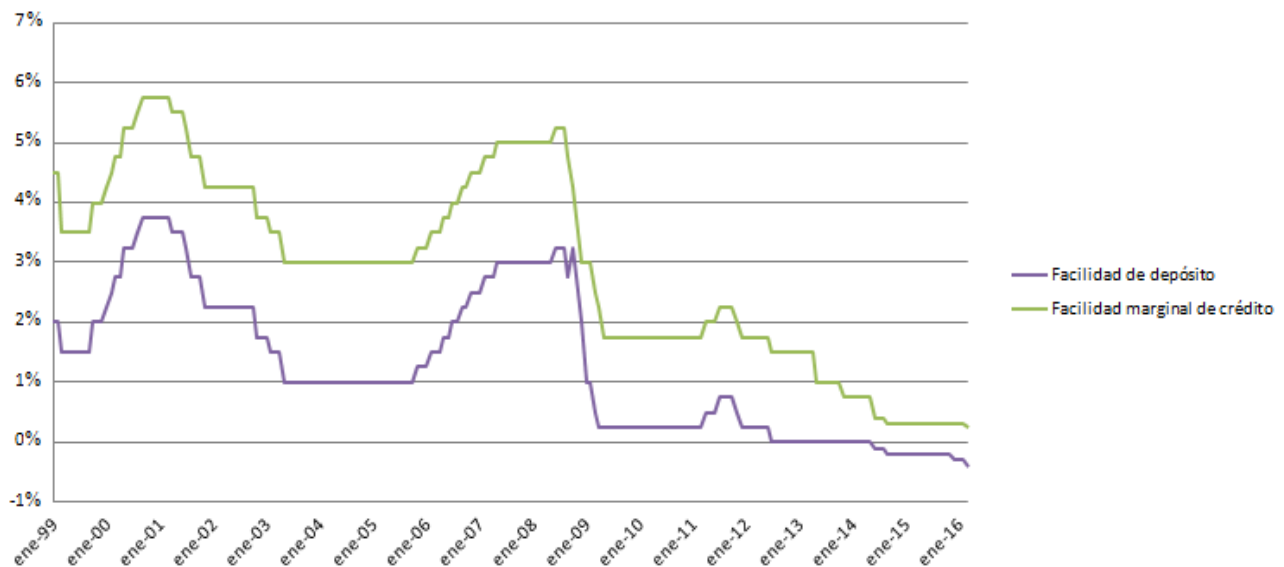
### c) Reducciones de tipos de interés.

Desde finales de 2007 a mediados de 2009, como hemos observado en el anterior gráfico 2, se experimentó una notable reducción de los tipos de interés de las MRO. En un año y medio el BCE redujo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del 4,25 (julio 2007) al 1% (mayo 2009). Después de un ligero repunte en 2011 que corrigió rápidamente, el organismo central continuó aplicando recortes en este tipo de interés, llegando a su mínimo histórico (0,05%) en septiembre de 2014. No obstante, las

dificultades de las economías europeas por salir de la crisis, motivaron que el BCE bajara definitivamente hasta el 0% su tipo de interés en marzo de 2016.

Esta bajada va ligada a una reducción paralela de los tipos de interés de las facilidades permanentes, como podemos observar en el gráfico 3, introduciéndose en 2014 por primera vez un tipo de interés negativo para la facilidad marginal de depósito, que siguió descendiendo hasta alcanzar el  $-0,30\%$  a finales de 2015. El objetivo de estas reducciones de los tipos de interés es, en última instancia, que los bancos decidan poner su dinero en circulación y así inyectar más liquidez en la economía real (El País, 2016).

Gráfico 3: Tipos de interés de las facilidades permanentes



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE (BCE: "Key ECB interest rates").

#### d) Ampliación de la lista de activos de garantía.

Los activos de garantía son los instrumentos financieros que, o bien actúan de forma que pueden garantizar la devolución de un préstamo, o bien se venden como parte de una cesión temporal (Banco de España: "Los activos de garantía"). Los bancos centrales nacionales pueden operar en los mercados financieros comprando y vendiendo activos de garantía mediante operaciones simples o cesiones temporales. Además, exige que todas las operaciones de inyección de liquidez requieran activos de garantía proporcionados por las entidades de contrapartida.

La lista de activos de garantía admitidos se amplió en varias etapas, ajustando los umbrales de calidad para determinadas categorías de activos que podemos observar en la tabla 2,. En este contexto también, el Eurosistema aplica sus medidas de control de riesgos para mitigar los riesgos de liquidez, de mercado y de crédito (BCE, 2009b).

Tabla 2: Categorías de activos negociables

Categoría I	Categoría II	Categoría III	Categoría IV	Categoría V
Instrumentos de deuda emitidos por administraciones centrales	Instrumentos de deuda emitidos por administraciones regionales y locales	Bonos garantizados tradicionales y otros bonos garantizados	Bonos simples emitidos por entidades de crédito	Bonos de titulización de activos
Certificados de deuda del BCE	Instrumentos de deuda emitidos por entidades clasificadas como agencias por el Eurosistema	Instrumentos de deuda emitidos por sociedades no financieras	Bonos simples emitidos por instituciones financieras distintas de entidades de crédito	
Certificados de deuda emitidos por los BCN con anterioridad a la fecha de adopción del euro en su Estado miembro respectivo	Instrumentos de deuda emitidos por bancos multilaterales de desarrollo y organizaciones internacionales			
	Grandes emisiones de bonos garantizados			

Fuente: BCE (2015b)

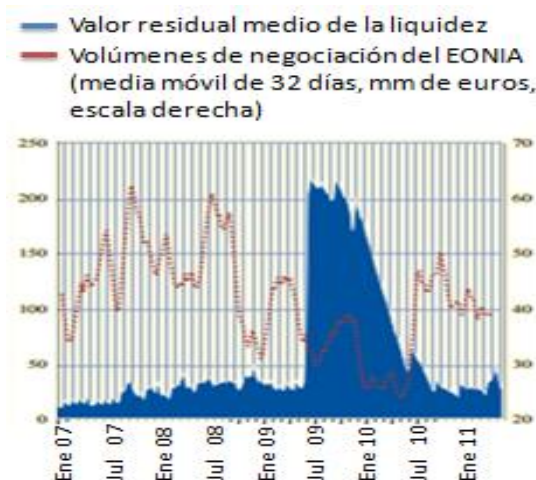
e) Modificación del coeficiente de reservas mínimas.

El BCE decidió modificar el coeficiente de reservas mínimas, un instrumento que desde el inicio de la Unión Monetaria Europea no había sufrido ningún cambio en su composición ni en su nivel. La reducción desde el 2% al 1%, fue síntoma de que el Eurosistema supo adaptar su estructura para que las entidades pudiesen cumplir el coeficiente de reservas mínimas, además de suponer una inyección de liquidez (Cárdenas del Rey, L., 2013). La aplicación de esta medida entró en vigor en el período de mantenimiento de reservas mínimas que comenzó el 18 de enero de 2012.

f) Ampliación del plazo de operaciones de financiación a plazo más largo.

El BCE también amplió el plazo sus operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO) hasta 12 meses. Este hecho aumentó la vida residual media de la liquidez adjudicada e hizo que pasara de unos 20 días, antes de la crisis, a 30 días, durante la fase, y como podemos observar en el gráfico 4 a más de 200 días en el segundo semestre de 2009, cuando estaban vivas las LTRO a un año, antes de reducirse de nuevo (Martín Aceña, P., 2011).

Gráfico 4: Variaciones en el valor residual medio de la liquidez



Fuente: BCE (2011b)

El objeto de dicha ampliación de los plazos fue el de proporcionar una inyección de confianza a las entidades de crédito sobre las fuentes de financiación durante un período más prolongado, dando lugar a que el sistema bancario pudiese restablecerse y mejorar sus actividad, además de mantener el crédito a las familias y a las entidades no financieras (BCE, 2010a). La intensificación de la crisis, se caracterizó, no solo por crear un alto grado de incertidumbre en los mercados, sino por la actuación de las entidades de crédito, las cuales tuvieron un comportamiento heterogéneo en esta fase. Esto queda representado por el volumen y la distribución del sobrante de liquidez, que se puede calcular teniendo en cuenta el uso que hacen las entidades de crédito de la facilidad de depósito. Al inicio de la crisis podíamos encontrar niveles cercanos al cero, pero cuando se establecieron las subastas a tipo fijo con adjudicación plena, el uso de esta modalidad por parte de las

entidades de crédito, observo un crecimiento significativo aunque heterogéneo (Estebe, V. y Prats Albentosa, M.A., 2011).

Las operaciones de financiación suponen un importante recurso junto con el uso simultáneo e intensivo de la facilidad de depósito para almacenar el exceso de liquidez a un día. Son indicativos de hasta qué punto no funciona como corresponde el mercado monetario. Tras el vencimiento de la primera LTRO a un año a comienzos de julio de 2010, que supuso un importe de 489.190 millones de euros, en diciembre de 2011 y febrero de 2012 se llevaron a cabo dos operaciones de liquidez a 3 años con un importe de 529.530 millones de euros (Calvo Vergéz, J., 2015).

Cabe señalar, de forma especial, las operaciones de financiación a más largo plazo dirigidas (TLTROs), que son las operaciones que el Eurosistema ha utilizado para proporcionar financiación a entidades de crédito por períodos de hasta cuatro años. Por lo tanto, su misión ha sido reforzar la orientación de la política monetaria actual del BCE y fortalecer la transmisión de la política monetaria aún más mediante el incentivo de los préstamos bancarios a la economía real. Una primera serie de TLTROs se anunció el 5 de junio de 2014. Supuso una inyección total de 212.000 millones, la mitad del máximo ofrecido (RTVE, 2014). Posteriormente, fue publicada el 10 de marzo de 2016 una segunda serie (TLTRO-II), con vencimiento en 2021, a través de las cuales las entidades de contrapartida podrán obtener financiación por un importe total de hasta el 30 % de la parte computable de sus préstamos a 31 de enero de 2016 (Banco de España, 2016).

g) Operaciones de inyección en divisas.

Junto con todas las medidas que hemos mencionado anteriormente, y que estaban principalmente centradas en la financiación en euros, el BCE también realizó operaciones de inyección en dólares estadounidenses desde 2007, dicha línea fue revisada en varias ocasiones y que alcanzó un importe de 240.000 millones de dólares. Estaban garantizadas con activos aceptados por el BCE en sus sistema de garantías, así como swaps. El objetivo era poder hacer frente a dificultades que estaban atravesando algunos bancos activos internacionalmente para financiarse en divisas, sobre todo en la moneda americana.

Además, también se llevaron a cabo en 2008 subastas de swaps en francos suizos y libras esterlinas (Fundación ICO, 2013).

Para hacer frente a dichas dificultades se han utilizado las conocidas líneas swap bilaterales entre bancos centrales (El Mundo, 2008). Estas se han convertido en un importante instrumento de cooperación internacional entre bancos centrales para evitar el riesgo sistémico y limitar el contagio entre las principales monedas. El diseño de las operaciones realizadas por el BCE para abastecer de liquidez en moneda extranjera a las entidades de crédito de la zona euro, ayudó a cumplir los objetivos de dichas líneas swaps. Es decir, disminuyó la preocupación sobre la falta de liquidez de moneda extranjera y se calmaron los mercados. La experiencia obtenida a través de estas operaciones favoreció que, en el año 2013, los principales bancos centrales sustituyeran dichas líneas swaps bilaterales de carácter temporal por una red de líneas swap bilaterales permanentes. La mejora en las condiciones de financiación en dólares estadounidenses favoreció la suspensión, por parte del BCE, de las operaciones que hacen uso de las líneas swaps para suministrar liquidez en moneda extranjera, aunque si fuese necesario, el marco que proporciona las líneas de swaps permanentes permiten la reintroducción de dichas medidas cuando sea oportuno (BCE, 2014).

Teniendo en cuenta el objetivo de las medidas no convencionales, consistente en servir de apoyo para conseguir la normal transmisión de los tipos de interés oficiales del BCE a la economía, la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y sus volúmenes puede dar idea de la eficacia de estas medidas. Los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras, se vieron reducidos con un pequeño retraso. En lo que se refiere a la cantidad de préstamos concedidos, se vieron reducidos inicialmente y se ha dificultado el acceso a estos debido a la crisis (BCE, 2011b).

No obstante, las medidas no convencionales, de forma más general, junto con las decisiones adoptadas por los Gobiernos de cada país de la zona euro, de apoyo a las entidades de crédito, han ayudado a evitar un proceso despalancamiento desordenado (BCE 2016). Las medidas no convencionales realizan así un importante papel durante la fase marcada por la crisis.



Aún así, no es suficiente con el apoyo a la liquidez, ya que este no sustituye al saneamiento y al fortalecimiento necesario en los balances y, en ningún caso, sirve para resolver los problemas de solvencia. La experiencia adquirida en episodios anteriores de crisis bancarias es que los Gobiernos y los reguladores deben intervenir con rapidez y con determinación, mientras que el Banco Central, solo debería limitarse al papel de ser un apoyo para los problemas de liquidez (Novales Cinca, A., 2010).

### **3.1.3 MEDIDAS ORIENTADAS A LOS MERCADOS DE VALORES**

Junto con las medidas orientadas al mercado monetario, el Eurosistema también intervino de forma directa en algunos mercados de valores.

a) Programa de adquisición de bonos garantizados (*Covered bond purchase programme* - CBPP).

El programa de adquisiciones de bonos garantizados, anunciado el 7 de mayo de 2009, tuvo por objeto: a) promover el descenso de los tipos de interés a plazo del mercado monetario; b) mejorar la liquidez en segmentos importantes del mercado de deuda privada; c) estimular a las entidades de crédito a mantener y ampliar su financiación a clientes, y d) facilitar las condiciones de financiación de entidades de crédito y empresas, dado que la emisión de bonos garantizados es una fuente primordial de financiación para las entidades de crédito de la zona del euro (BCE, 2009a).

Durante el período de doce meses comprendido entre el 2 de julio de 2009 y el 30 de junio de 2010, el Eurosistema inició su primer programa de adquisiciones de bonos garantizados o *first covered bond purchase programme* (CBPP1) realizando compras simples de bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona euro, por un importe nominal total, de 60.000 millones de euros, tal y como se había anunciado previamente

En el mercado primario, se recibió esta noticia provocando la reactivación, en la zona euro, de las emisiones de tamaño considerable de bonos garantizados. Debido a esto, los volúmenes volvieron a los niveles observados antes de la crisis. El efecto sobre el

mercado secundario, se puso de manifiesto en la evolución de los diferenciales de bonos garantizados en torno al día del anuncio. Tuvo un efecto significativo sobre los precios aunque las adquisiciones tuvieron una incidencia bastante limitada ya que, probablemente, se consideró que era una ejecución del compromiso anunciado previamente.

En noviembre de 2011, el Eurosistema inició un segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP2) (BCE: "BCE anuncia detalles de su nuevo programa de compra de bonos cubiertos (CBPP2)"). El programa que estaba dotado con 40.000 millones de euros, de los cuales solo fueron utilizados 16.418 millones de euros, terminó, como estaba previsto, el 31 de octubre de 2012. El Eurosistema tiene intención de mantener los activos adquiridos bajo este programa hasta su vencimiento no sobrepasando los 10,5 años.

La ampliación del programa de compra de activos o *Expanded Asset Purchase Programme* (APP) anunciado a principios de 2015 (BCE: "El BCE anuncia la ampliación de su programa de compra de activos"), ha tenido como efecto una mejora de las condiciones de financiación de las entidades de crédito, que ahora son más homogéneas entre países. Este programa comprendería el programa de compras de bonos de titulización de activos o *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP) y el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados o *third covered bond purchase programme* (CBPP3) iniciados en los últimos meses del pasado 2015. Las compras mensuales ascenderían a un total de 60.000 millones de euros. Se espera que, hasta septiembre de 2016, se mantengan activas y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno del BCE observe un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación que sea compatible con su objetivo de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En este pasado mes de marzo de 2016, se tomó la decisión de ampliar a 80.000 millones de euros la compra de activos en el marco del programa. Además, los bonos denominados en euros con grado de inversión emitidos por sociedades no bancarias, se incluirán en la lista de activos que son elegibles para compras regulares (Bravo, D. y Monzón, A., 2016).

Junto con estos programas, el BCE puso en marcha en marzo de 2015 el denominado programa de compras del sector público o *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). Este programa, para el cual se han destinado 60.000 millones de euros mensuales,

tiene como objetivo la adquisición de deuda tanto pública como privada y transcurrirá desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016, acumulando como mínimo 1,1 billones de euros (Europa Press, 2015).

Todos estos programas se acogen al plan de expansión cuantitativa o *Quantitative Easing* (QE) del BCE (QE del BCE=PSPP+CBPP3+ABSPP), que consiste en la compra de títulos de deuda tanto pública como privada. El objetivo final es desviar la atención de los inversores en deuda pública hacia inversiones en la economía productiva. Gran parte de la deuda de los Estados está en manos de los bancos de la zona euro y el BCE quiere fomentar el crédito por parte de estos, por tanto, si realiza compras masivas de bonos soberanos, sus precios subirán y la rentabilidad (que se encuentra en mínimos históricos) bajará aún más. La medida supone una inyección de liquidez en el mercado y, por tanto, debilita la cotización del euro. Esta depreciación hace más baratas y competitivas las exportaciones europeas, lo que ayuda a la recuperación (Mars, A., 2015).

b) Programa para los mercados de valores.

El programa para los mercados de valores se inició el 10 de mayo de 2010 en respuesta a la crisis de la deuda soberana. Este programa tenía el objetivo de hacer frente al incorrecto funcionamiento de algunos mercados de valores y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Al amparo de este programa, es admisible la adquisición de deuda tanto pública como privada (González Páramo, J.M., 2011).

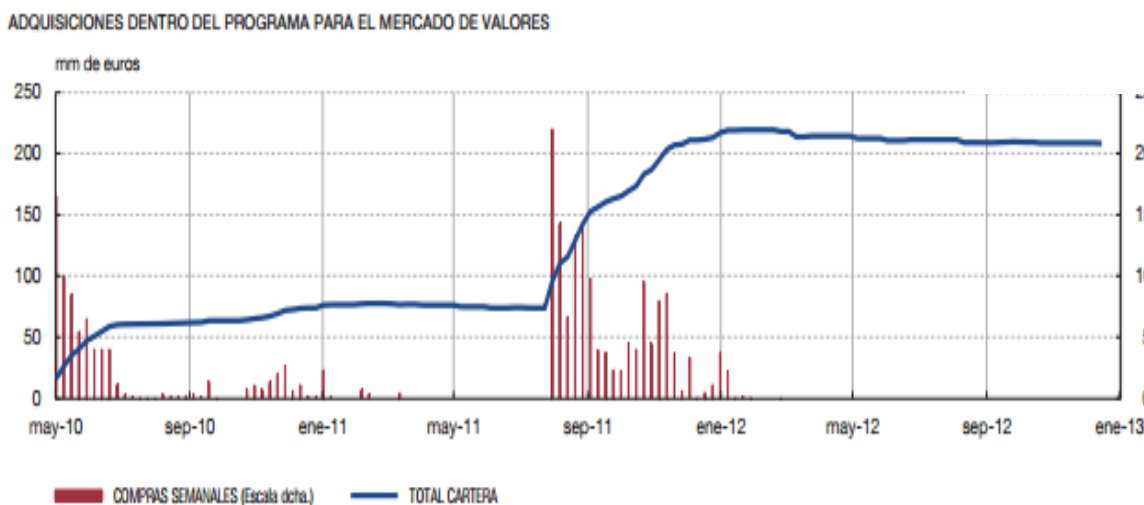
El primer día de las intervenciones después de conocerse a través del anuncio, fue bastante eficaz. Sin embargo, hay que recordar que se tomaron decisiones teniendo en cuenta un posible impacto en los mercados financieros, incluidos los compromisos adicionales adquiridos por algunos Estados Miembros para adelantar sus esfuerzos de consolidación fiscal y el acuerdo de los Gobiernos europeos sobre el establecimiento de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera. Hay que tener en cuenta, que la eficacia de las decisiones que repercuten en el programa no pueden evaluarse solamente en función de los diferenciales observados en los bonos. Por ejemplo, la mera posibilidad de que se produjeran intervenciones en el mercado de bonos podría haber contribuido a limitar la propagación de la crisis de deuda soberana desde los países directamente afectados a otros.

Esto habría supuesto un obstáculo mayor en el proceso de transmisión monetaria en la zona del euro en su conjunto si no se hubiera establecido este programa para los mercados de valores. Desde julio de 2010, el nivel de adquisiciones del programa fue mucho más reducido, aunque la volatilidad de los diferenciales de los bonos siguió siendo elevada.

A raíz de una decisión del Consejo de Gobierno del BCE el 6 de septiembre de 2012 para iniciar las transacciones monetarias, el SMP se dio por terminado. Los títulos existentes en la cartera de SMP se llevarán a cabo hasta la madurez (BCE, 2013).

A grandes rasgos y cómo podemos observar en el gráfico 5, el programa para los mercados de valores resultó ser una pieza fundamental, pues contribuyó a mejorar la transmisión de la política monetaria a la zona del euro en su conjunto (Millaruelo A. y Del Rio, A., 2013). El papel fue especialmente importante al inicio de su puesta en marcha, cuando también contribuyó a contener el contagio.

Gráfico 5: Programa para el mercado de valores y las operaciones monetarias de compraventa



Fuentes: Millaruelo, A., y del Rio, A. (2013)

La evidencia, la cual queda reflejada en el gráfico 6, nos sugiere que las medidas no convencionales han seguido el guión previsto y han ayudado a la consecución de los objetivos planteados a priori por el BCE (Cárdenas del Rey, L., 2013), pero esto no quiere decir que dichas medidas no se puedan intensificar, ya que como bien pudo expresar Mario

Draghi, Presidente del BCE, este pasado mes de enero, "*Tenemos el poder, el deseo y la determinación de actuar. No tenemos límites*", afirmaciones que tienen el objetivo de tranquilizar a los inversores y reafirmar el mensaje expansivo que viene caracterizando su mandato (Sánchez, R.M., 2016).

Gráfico 6: Evolución de la cantidad inyectada



Fuente: Rey Miro, D., Gómez Fernández, A. y Refojo Rey, A. (2015)

El BCE había inyectado hasta 2015 una liquidez aproximada de 2,4 billones de euros a través de medidas no convencionales (Rey Miro, D., Gómez Fernández, A. y Refojo Rey, A., 2015):

- 1 billón de euros a través de dos LTRO con vencimiento a 3 años en diciembre de 2011 y marzo de 2012. 0,3 billones de euros con las tres primeras LTRO a 4 años (septiembre 2014, diciembre 2014, marzo 2015).
- 0,2 billones entre mayo de 2010 y septiembre de 2012 a través del *Securities Market Programme* (SMP) (compra de bonos soberanos en el mercado secundario con drenajes semanales de la liquidez inyectada).
- 0,8 billones de euros de inyección con los CBPP (julio 2009 – junio 2010, noviembre 2011 – octubre 2012), consistentes en adquirir deuda del sector privado garantizada con activos de alta solvencia, tanto en mercado primario como secundario y con el objetivo de mantenerlos hasta el vencimiento.
- 0,1 billones de euros desde marzo de 2015 (finalización prevista en septiembre de 2016) con el nuevo programa *Expanded Asset Purchase Programme* que engloba el

CBPP3, ABSPP (compra de titulizaciones bancarias para reactivar el crédito) y *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) bonos soberanos de diferentes países, con rendimiento mínimo fijado a partir de la facilidad marginal de depósito.

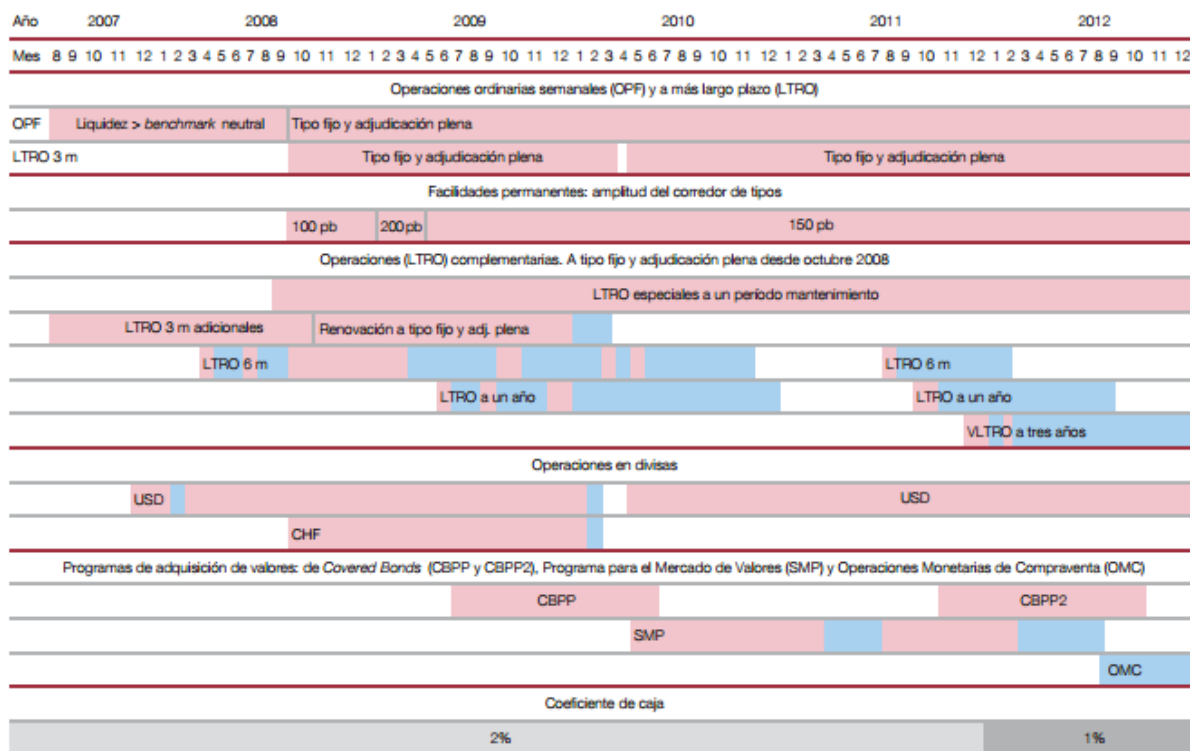
No obstante, si dichas medidas se mantienen durante un periodo prologando en el tiempo, podrían favorecer una asunción de riesgos excesiva por parte de los participantes en el mercado, difuminar los incentivos y retrasar el proceso previsto de ajuste de los balances en las entidades de los sectores público y privado. Ello afectaría, en último lugar, a la estabilidad de precios a medio plazo, con efectos perjudiciales para el crecimiento económico. Por tanto, las medidas no convencionales acordadas por el BCE no se concibieron para mantenerse en el tiempo, sino para causar un efecto en la economía y complementar las decisiones convencionales relativas a los tipos de interés, y dar así lugar a su posterior retirada (Fundación ICO, 2015).

### **3.1.4 RETIRADA GRADUAL DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES**

Las medidas no convencionales de política monetaria establecidas por el BCE, fueron creadas teniendo en cuenta su carácter temporal. Este requisito exigió que el acuerdo de medidas limitara las restricciones a las decisiones futuras de política monetaria (BCE, 2011a). Las medidas se efectuaban con las entidades principalmente a través de cesiones temporales de duración limitada y sin poder ampliarse automáticamente tras su vencimiento. De esta forma, los riesgos inherentes a los que estaba expuesto el BCE, provenientes de los valores subyacentes, se mantuvo contenido y la responsabilidad de dar posibilidades de financiación a la economía, siguió recayendo en el sector financiero. De esta forma, las medidas destinadas para fomentar el crédito respondían solamente a las condiciones de financiación de las entidades y estas eran distintas de la relajación cuantitativa practicada por otros importantes bancos centrales. Estas medidas conllevan la adquisición de bonos en el mercado abierto con el objetivo principal de disminuir los rendimientos en el mercado de renta fija mediante la reducción de la prima por plazo (BCE, 2011b).

Por otro lado, las medidas no convencionales del BCE, se hicieron efectivas principalmente en la ampliación del marco operativo existente, extendiendo los plazos y ampliando la lista de activos de garantía y en una cuantía relativamente limitada de compras simples (BCE, 2010b). De esta forma, el BCE ha preservado un alto grado de flexibilidad en sus decisiones futuras ya que, la mayor parte de las medidas que se adoptaron, pueden ser retiradas sin dificultad una vez que se vuelva de forma sostenida al rumbo normal de funcionamiento y, por tanto, se restablezca la situación financiera normal. Las tres LTRO a un año constituyen un ejemplo: no se renovaron a su vencimiento, como podemos observar en el gráfico 7, lo que dio lugar a una reducción y normalización general de la vida residual de las operaciones de financiación.

Gráfico 7: Evolución de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE entre 2007 y 2012



Fuente: Millaruelo, A., y del Rio, A. (2013)

El carácter diferente de las medidas no convencionales del BCE también tiene implicaciones para el tamaño del balance del banco central. Su aumento relativo durante la crisis es más limitado que en el caso de los bancos centrales que intervinieron

predominantemente mediante compras de activos, como en Estados Unidos y el Reino Unido.

Mirando al futuro, podemos deducir que las medidas de carácter no convencional por parte del BCE, continuarán retirándose gradualmente en línea con la normalización en curso de las condiciones de la intermediación financiera que tienen relevancia para el mecanismo de transmisión. Su retirada será de forma gradual con el fin de poder seguir garantizando una transmisión efectiva de la orientación de la política monetaria. Las decisiones inherentes a dicha retirada gradual de las medidas no convencionales, podrán llevarse a cabo independientemente de las relativas a los cambios en los tipos de interés oficiales del BCE, dado su carácter complementario (BCE, 2011b). Este hecho se puso de manifiesto por ejemplo en abril y julio de 2011, cuando se aumentaron los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos en cada caso y no se mantuvieron las medidas no convencionales.

Respecto al tema del tamaño y de la velocidad de la retirada de dichas medidas, se han de tomar en consideración que, cuanto más tiempo se mantengan, sobre todo a tipos de interés muy reducidos, mayor será el riesgo de introducir distorsiones y de crear incentivos para la asunción de riesgos, lo que se puede traducir, en última instancia, en la creación de desequilibrios financieros y en riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo (Berganza, J.C., Hernando, I. y Vallés, J., 2014).

Especialmente, las medidas destinadas a apoyar la liquidez proporcionada por el BCE al sector bancario, no puede sustituir las medidas que deben adoptar los Gobiernos nacionales, los organismos regulatorios y el propio sector financiero para asegurar la solvencia de las entidades individuales y la sostenibilidad de los modelos de negocio del sector bancario, también a tipos de interés más elevados. El BCE determina las condiciones de financiación generales de la economía mediante la orientación de su política monetaria y no puede ni debe asumir responsabilidades que pertenecen al ámbito de los organismos regulatorios o fiscales (Cinco días, 2010).



### 3.1.5 EVALUACIÓN DE LA EFICACIA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

Finalmente, en relación a la valoración de la eficacia de las medidas no convencionales en Borralló Egea, F.A. y Hierro Recio, L.A. (2015) puede verse un análisis detallado de diversos trabajos que analizan la eficacia de la política monetaria durante la crisis, se pueden distinguir varias líneas de argumentación. Hay autores que consideran que la política realizada está siendo efectiva y otros que defienden que es insuficiente.

Entre el primer grupo se encuentran los trabajos de Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. y Reichlin, L. (2012) y Lenza, M., Pill, H. y Reichlin, L. (2010). Estos autores realizan principalmente estimaciones basadas en un planteamiento consistente en realizar predicciones a partir del año 2007 en dos posibles escenarios: con la implantación de medidas no convencionales y sin ellas. Llegan al resultado de que las medidas no convencionales han apoyado al funcionamiento del mercado financiero, al mecanismo de transmisión monetaria y, con ello, la política monetaria ha tenido un efecto beneficioso sobre la economía real, reforzando así la actividad macroeconómica y el empleo de manera moderada pero significativa.

Un segundo aporte perteneciente al grupo de autores que piensan que la política está siendo efectiva (Fahr, S. Motto, R., Rostagno, M., Smets, F. y Tristani, O., 2011). Desarrollan la idea de la introducción de la provisión de liquidez mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y en el alargamiento de los plazos máximos de vencimiento de las operaciones de financiación desde los tres meses al año en el contexto, de un modelo, que recoge diversas percepciones del riesgo y se centra, especialmente, en el canal de la intermediación bancaria. Dicho modelo está basado en las necesidades de liquidez de las entidades de crédito y en un acelerador financiero entre dichas entidades y las empresas. Si no se hubiese realizado la ampliación de los plazos, hubiésemos obtenido como resultado, que el diferencial entre el tipo de interés a diez años y el tipo a tres meses habría sido mayor, y por consiguiente, la inflación interna y el crecimiento del producto habrían resultado menores, debido principalmente a unos rendimientos de la deuda a diez años más elevados.

Junto con esto, el modelo trata el tema de la cuestión de lo que habría sucedido si la demanda de liquidez en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema no se hubiera satisfecho a un tipo de interés fijo. Ellos prevén que, de haber sucedido las mismas regularidades conocidas anteriores a la crisis en ausencia de subastas a tipo de interés fijo y adjudicación plena durante las dificultades financieras, el incremento de la demanda de liquidez, habría desencadenado un proceso de desapalancamiento por parte de las entidades de crédito, que habría dado lugar a graves riesgos para la estabilidad de precios y a una contracción económica más profunda que la observada.

Por el contrario, el estudio de Corbatón, J. A., Molina Cobo, C. y Sardá García, S. (2011) sostiene que el mercado interbancario no muestra signos de mejoría, aunque retirar estos estímulos pondrían a las entidades en una situación aún más complicada. De la Pola Zurita, J.M. (2012), considera que las medidas de política aplicadas están excesivamente restringidas por el miedo a la inflación, lo cual limita el potencial efecto expansivo.

#### **4. POSIBLES RIESGOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN TERMINOS DE ASIGNACIÓN Y DISTRIBUCIÓN**

Como informa el mismo BCE (De la Dehesa, G. (2015), un periodo que se extienda en el tiempo y una orientación relajada de la política monetaria, podría producir efectos colaterales y, el hecho de que hasta ahora esta política monetaria haya demostrado ser efectiva, no debería ser suficiente para estar relajados.

En este contexto, nos referimos específicamente a dos motivos de preocupación relacionados con los posibles efectos colaterales de estas medidas: las consecuencias para la asignación y la distribución de la riqueza (Cœuré, B., 2013).

A) Cuando nos referimos a la asignación, hablamos de una preocupación que, en este momento, se caracteriza como importante debido que se rodea de unas condiciones de financiación bastante débiles, lo cual puede conllevar a una errónea asignación de recursos, que dará lugar a incertidumbres que tambaleen la estabilidad financiera. Un entorno en el que se prolonguen los bajos tipos de interés, puede provocar el retraso del saneamiento de los balances, lo cual se traduce en un predominio financiero a la vez que se aumenta la

presión sobre el banco central con el fin de que retrase la normalización de la política monetaria. Teniendo en cuenta esta situación, hay que hacer referencia a dos puntos.

A.1) Para comenzar, hay que realizar un análisis sobre el equilibrio entre los efectos de la política monetaria y la estabilidad financiera.

A.2) En segundo lugar, las decisiones tomadas respecto a la política monetaria no se han adoptado en un vacío, sino en el contexto de un marco de políticas más amplio, que contribuye a eliminar algunas de las preocupaciones inherentes a la estabilidad financiera.

La ventaja que aparece en este entorno es la operativa dentro de un nuevo marco de regulación y supervisión, que incluye la creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), diseñado específicamente para velar por la seguridad y la solidez del sistema bancario europeo y aumentar la integración y la estabilidad financieras en Europa, de forma que no se vuelvan a cometer errores pasados. Constituye el primer paso hacia la denominada "Unión Bancaria" que se prevé completar con un mecanismo único de resolución y un sistema armonizado de garantías de depósitos (Banco de España: "Mecanismo Único de Supervisión").

B) Otra causa de preocupación, que está unida al descenso de los tipos de interés, son las consecuencias de la política monetaria sobre la distribución de la riqueza. En pocas palabras, se ha expresado el temor de que, a través de estas políticas se haya podido fomentar la desigualdad. Los temas de distribución son complejos y, más aún, en el contexto de una unión monetaria heterogénea. En relación al tema de la distribución, hay que aclarar algunos términos que se encuentran estrechamente relacionados.

B.1) En primer lugar, es importante entender que de la inacción de la política monetaria, es decir, de que el banco central incumpla su función, o lo que es lo mismo, existiendo una desviación persistente de la inflación observada del objetivo del banco central, se siguen a asimismo efectos sobre la distribución. En caso de un descenso no previsto de la inflación, los datos para la zona euro sugieren que los hogares más jóvenes serían los más afectados, puesto que estos suelen ser los principales deudores, su deuda está denominada en términos nominales por lo que están más expuestos a un aumento de la carga financiera real. En contraste, los hogares de más edad suelen tener una riqueza neta

positiva, mantenida en parte en activos nominales. Por tanto, la bajada de la inflación se traduce en una redistribución de los hogares más jóvenes a los de mayor edad.

B.2) En segundo lugar, es importante tener en cuenta que las decisiones relacionadas con la política monetaria, normalmente, traen consigo consecuencias para la distribución. Cuando la política monetaria actúa con el objetivo de evitar la deflación, bajando los tipos de interés, se produce, sin poder evitarlo, un efecto sobre la distribución, ya que se reducen los ingresos por intereses que obtienen los ahorradores y por consiguiente, disminuye la carga financiera de los prestatarios. Pero estas disminuciones de los tipos de interés son necesarios para aumentar la demanda agregada, incentivando a las empresas y a los hogares a adelantar decisiones de gasto. Es decir, restan atractivo al ahorro y fomentan la inversión con el objeto de reducir el coste de la financiación, dichos efectos de distribución, pueden favorecer la recuperación

Así, tal como nos dice el Presidente del BCE (Draghi, M., 2015), es cierto que el bajo nivel de nuestros tipos de interés oficiales, nuestras indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria y las compras de activos, incrementan el valor de mercado actual de los activos financieros y, en consecuencia, benefician a sus tenedores. Pero, lo realmente importante es la magnitud exacta del efecto de esta subida en los precios de los activos, que consiste en una bajada del coste del capital para los empresarios, del coste de la financiación para los inversores en proyectos reales y del coste del endeudamiento para los consumidores.

También, hay que tener en cuenta que, si el periodo se extiende demasiado tiempo conservando tipos de interés reales muy bajos, puede tener unas consecuencias no deseadas en el contexto de envejecimiento de la población, en el que muchos hogares ahorran no solo para tener un consumo estable durante su ciclo económico, sino también teniendo en cuenta su ciclo vital. Este hecho afecta a los pensionistas y quienes ahorran con miras a su jubilación, ya que, dichos tipos de interés pueden ser contraproducentes para adelantar el consumo. Por el contrario, podría ser un incentivo para ahorrar más, para compensar un descenso de la tasa de acumulación de los derechos de pensiones.

Por consiguiente, que el crecimiento del producto se mantenga en una línea alcista, es una buena noticia, ya que con este hecho aumenta la posibilidad de que se satisfagan los derechos de los ahorradores. En paralelo, cuanto mayor sea el poder que tenga la política monetaria para ser capaz de reactivar la inversión, menor será el tiempo de espera para volver a tipos de interés más normales.

## **5. CONCLUSIONES**

El Eurosistema lleva sufriendo una crisis sin precedentes en la historia económica mundial desde el año 2008. Esta crisis, que tuvo su origen en Estados Unidos, ha afectado de manera especial a los países del sur de Europa, dando lugar a que algunos de ellos hayan tenido que ser rescatados. Esta coyuntura económica ha repercutido en el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria, ha creado tensiones en los mercados y ha evidenciado una falta de liquidez, que ha hecho peligrar la estabilidad de precios, por lo que el Banco Central Europeo ha tenido que actuar para preservar el proyecto de una unión monetaria.

Durante este periodo de crisis, el BCE ha adoptado importantes medidas con diferentes finalidades. Entre aquellas dirigidas al mercado monetario, podemos encontrar: reducir la volatilidad de los tipos de interés mediante el incremento de la liquidez, realizar el cambio a subastas de tipo fijo y adjudicación plena con el objeto de suministrar recursos a las entidades solventes, la reducción de los tipos de interés para fomentar el crédito por parte de los bancos y, la ampliación de la lista de activos de garantía para abrir un abanico más amplio de posibilidades a la hora de garantizar operaciones. Se ha modificado el coeficiente de reservas mínimas, se han realizado ampliaciones en los plazos de las LTRO con el objeto de proporcionar una inyección de confianza a las entidades de crédito y se han realizado operaciones de inyección en divisas, con el fin de suministrar liquidez en moneda extranjera. Respecto a las dirigidas al mercado de valores, el BCE ha llevado a cabo programas de compra de deuda y tiene previsto otros programas futuros, además de haber completado el programa para los mercados de valores.

Casi una década después del inicio de la crisis, en la que el Banco Central Europeo tuvo que intervenir tomando medidas de mayor calado con el fin de aliviar las tensiones producidas en los mercados monetarios, Europa sigue sin despegar y, tras el miedo de caer en una nueva recesión, el Banco Central Europeo sigue trabajando a través de sus diferentes programas para evitar nuevas situaciones de incertidumbre. La aplicación de dichas medidas con el objeto principal de inyectar liquidez, no se han visto reflejadas tal como deberían en la economía real, ya que aún existe una elevada aversión al riesgo por parte de las entidades financieras. Respecto a los diferentes países del Eurosistema, las medidas de compras masivas de deuda pública, han surtido efecto y han restablecido la confianza en los estados miembros. Además, se realizaron compras al sector bancario de valores respaldados por activos, con la intención de aligerar sus balances y así combatir la baja inflación y estimular el crédito. Pero la realidad es que el margen de actuación cada vez se estrecha más para el Banco Central Europeo y aunque, los tipos de interés se encuentran en mínimos históricos, todavía persiste el problema del crédito, de forma que ni empresas ni familias se ven beneficiadas al ritmo que sería deseable.

A todo esto, en la actualidad, se le suma un nuevo problema: el riesgo de deflación o las perspectivas de una inflación baja. Las medidas para estimular el crédito y controlar una inflación cercana al 2% no han conseguido los efectos esperados, debido a la política fiscal de los gobiernos y a un principal culpable, las entidades financieras. El pasado 10 de marzo de 2016, Mario Dragui lanzó una nueva batería de medidas no convencionales con el fin de solucionar estos problemas. Amplió de 60.000 a 80.000 millones de euros mensuales las compras de activos hasta que expire ese programa en 2017, amplió el número de activos que puede comprar para adquirir bonos corporativos y junto con esto rebajó todos los tipos de interés, en el caso de la facilidad de depósito, hasta el -0,4%, para tratar de que la banca preste dinero. Para terminar dicha batería, el Presidente del Banco Central Europeo, anuncio varias TLTRO que expirarán en 2021. Como consecuencia, la banca reaccionó al alza en bolsa, se relajaron las primas de riesgo, y el euro se depreció para volver a su nivel inicial. Ahora tendremos que ver si tanto los gobiernos como las entidades de créditos, son capaces de centrarse realmente en solucionar el problema y, dejar de lado los intereses propios, aprovechando las herramientas que el Banco Central Europeo les está brindando.

## 6. BIBLIOGRAFÍA.

Andrew B, A. y Ben S, B. (2001): *Macroeconomía*, Ed. Pearson, Madrid.

Berganza, J.C., Hernando, I. y Vallés, J. (2014): "Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión", Banco de España, *Documentos Ocasionales*, N.º 1404, Disponible online:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/14/Fich/do1404.pdf>

BCE (Banco Central Europeo), (1998): "La política monetaria única en la tercera etapa. Documentación General sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC", Septiembre 1998, Disponible online:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc98es.pdf?5a5fc91593d51ba5108f9b4a39fd5449>

BCE (Banco Central Europeo), (2009a): "Decisión del Banco Central Europeo de 2 de julio de 2009 sobre la ejecución del programa de adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief (bonos garantizados)", *Diario Oficial de la Unión Europea*, 4 de Julio de 2009, Disponible online:

[https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_17520090704es00180019.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704es00180019.pdf)

BCE (Banco Central Europeo), (2009b): "La aplicación de la política monetaria desde agosto de 2007", *Boletín Mensual*, Julio 2009, pp. 83 - 98.

BCE (Banco Central Europeo), (2010a): "La respuesta del BCE a la crisis financiera", *Boletín Mensual*, Octubre 2010, pp. 63 - 79.

BCE (Banco Central Europeo), (2010b): "Medidas adoptadas por los gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero", *Boletín Mensual*, Abril 2010, pp. 75 - 95.

BCE (Banco Central Europeo), (2011a): *La política monetaria del BCE*, Banco Central Europeo, Frankfurt.

BCE (Banco Central Europeo), (2011b): "Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual", *Boletín Mensual*, Julio 2011, pp. 59 - 74.

BCE (Banco Central Europeo), (2011c): "La aplicación de la política monetaria en la zona del euro. Documentación general de los instrumentos y procedimientos de la política monetaria en el Eurosistema", *Diario oficial de la Unión Europea*, Septiembre 2011, Disponible online:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109es.pdf?4ff2a899aca4de0c7c0a17c55418adff>

BCE (Banco Central Europeo), (2013): *Informe anual 2012*, Banco Central Europeo, Frankfurt.

BCE (Banco Central Europeo), (2014): "La Experiencia con las líneas swap entre bancos centrales para la provisión de liquidez en divisas", *Boletín Mensual*, Agosto 2014, pp. 1 - 5.

BCE (Banco Central Europeo), (2015a): "La transmisión de las recientes medidas de política monetaria no convencionales del BCE", *Boletín Económico*, N° 7/2015, pp. 38 - 41.

BCE (Banco Central Europeo), (2015b): "Orientación (UE) 2015/510 del Banco Central Europeo de 19 de diciembre de 2014 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (BCE/2014/60)", *Diario oficial de la Unión Europea*, L 91/3 - L 91/135, 2 de Abril de 2015, Disponible online:

[https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2015\\_091\\_r\\_0002\\_es\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_es_txt.pdf)

BCE (Banco Central Europeo), (2016): "Evolución reciente de la composición y el coste de la financiación de las entidades de crédito en la zona del euro", *Boletín Económico*, N° 1/2016, pp. 31 - 34.

BCE (Banco Central Europeo): "Key ECB interest rates", Disponible online: <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

BCE (Banco Central Europeo): "El BCE anuncia la ampliación de su programa de compra de activos", Disponible online:

[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.es.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.es.html)

BCE (Banco Central Europeo): "BCE anuncia detalles de su nuevo programa de compra de bonos cubiertos (CBPP2)", Disponible online:

[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html)



Banco de España, (2012): "Informe anual", Disponible online:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/12/Fich/inf2012.pdf>

Banco de España (2016): "Evolución económica y monetaria", Boletín económico 2/2016, Disponible online:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1602.pdf>

Banco de España: "¿Cómo actúa la política monetaria?", Disponible online:

[http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/politica/Como\\_actua\\_la\\_po/Como\\_actua\\_la\\_\\_1e660642abac821.html](http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/politica/Como_actua_la_po/Como_actua_la__1e660642abac821.html)

Banco de España: "Los activos de garantía", Disponible online:

[http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/activos/Los\\_activos\\_de\\_garantia.html](http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/activos/Los_activos_de_garantia.html)

Banco de España: "La estrategia del BCE", Disponible online:

[http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/estrategia/La\\_estrategia\\_del\\_BCE.html](http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/estrategia/La_estrategia_del_BCE.html)

Banco de España: "Mecanismo Único de Supervisión", Disponible online:

[http://www.bde.es/bde/es/areas/supervision/sup/Mecanismo\\_Unico\\_/](http://www.bde.es/bde/es/areas/supervision/sup/Mecanismo_Unico_/)

Bravo, D. y Monzón, A. (2016): "El BCE baja los tipos al 0%, amplía el QE e incluye la compra de bonos corporativos", *Expansión*, 10 de Marzo de 2016, Disponible online:

<http://www.expansion.com/mercados/2016/03/10/56e16cf9e2704e1f368b459a.html>

Calvo Bernardino, A. y Parejo Alcázar, M.M. (2007): "Los efectos diferenciales de la política monetaria del BCE a través de los mecanismos de transmisión de la Eurozona", *Boletín económico de ICE*, N° 2926, pp. 25 - 38.

Calvo Vergéz, J. (2015): *Aspectos jurídicos e institucionales de las políticas monetarias de los principales bancos centrales ante la actual crisis financiera*, Ed. Dykinson, Madrid.

Calvo, P. (2011): "¿Qué es la facilidad marginal de crédito del BCE?", Ed. *El Economista*, 21 de febrero de 2011, Disponible online: <http://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/2844208/02/11/Que-es-la-facilidad-marginal-de-credito-del-BCE.html>

- Cárdenas del Rey, L. (2013): "Análisis de la gestión monetaria del BCE desde un enfoque endógeno", *Papeles de Europa*, Vol. 27, Nº. 1, 2014, pp. 77 - 104.
- Cinco Días (2010): "El BCE decidirá la retirada de las medidas para salir de la crisis «trimestre a trimestre»", 26 de Enero de 2010, Disponible online:  
[http://cincodias.com/cincodias/2010/01/26/economia/1264645412\\_850215.html](http://cincodias.com/cincodias/2010/01/26/economia/1264645412_850215.html)
- Cœuré, B. (2013): "Las consecuencias económicas de los tipos de interés bajos", Conferencia pronunciada por Benoît Cœuré, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, International Center for Monetary and Banking Studies, 9 de octubre de 2013, Ginebra, Disponible online:  
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp131009.es.html>
- Consejo de las Comunidades Europeas (1992): *Tratado de la Unión Europea o Tratado de Maastricht*, Ed. Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Luxemburgo.
- Corbatón, J. A., Molina Cobo, C. y Sardá García, S. (2011): "Análisis de la efectividad de las actuaciones del BCE en el mercado interbancario durante el período 2007-2010", *Boletín Económico de ICE*, Nº 3020, Noviembre de 2011, pp. 15 - 26.
- De la Dehesa, G. (2015): "Efectos colaterales de la política del BCE", *El País*, 21 de Junio de 2015, Disponible online:  
[http://economia.elpais.com/economia/2015/06/18/actualidad/1434647136\\_750578.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/06/18/actualidad/1434647136_750578.html)
- De La Pola Zurita, J. C. (2012): "El pretexto de la inflación. La política alemana de ajustes que privilegia al acreedor", *Papeles de Europa*, Nº 25/2012, pp. 87 - 108.
- Diyatat, P. (2009): "Medidas de política monetaria no convencionales durante la crisis actual", Bank for International Settlements, 13 de Julio de 2009, Disponible online:  
[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0906t\\_es.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906t_es.htm)
- Draghi, M. (2015): "Las recientes medidas de política monetaria del BCE: eficacia y retos", Conferencia Camdessus, FMI, Washington, DC, 14 de mayo de 2015, Disponible online: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150514.es.html>
- El Economista, (2009): "El ces (Consejo Económico y Social) critica la «tímida y tardía» respuesta del banco central europeo ante la crisis", 4 de Junio de 2009, Disponible

online: <http://www.economista.es/economia/noticias/1303056/06/09/El-ces-critica-la-timida-y-tardia-respuesta-del-banco-central-europeo-ante-la-crisis.html>

El Mundo, (2008): "El BCE amplía sus acuerdos de intercambio de dólares con la Fed para calmar al mercado financiero", 26 de Septiembre de 2008, Disponible online: <http://www.elmundo.es/mundodinero/2008/09/26/economia/1222410858.html>

El País, (2016): "¿Qué significa que el BCE fije los tipos en el 0%?", 11 de Marzo de 2016, Disponible online: [http://economia.elpais.com/economia/2016/03/10/actualidad/1457618253\\_108414.html](http://economia.elpais.com/economia/2016/03/10/actualidad/1457618253_108414.html)

Estebe, V. y Prats Albentosa, M.A. (2011): "La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional", *Principios Estudios de Economía Política*, Nº 19 / 2011, Disponible online: <http://www.uv.es/~estebev/PEP2011.pdf>

Europa Press, (2015): "El BCE inicia mañana las compras de bonos", 8 de Marzo de 2015, Madrid, Disponible online: <http://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-economia-finanzas-bce-inicia-manana-compras-bonos-20150308123335.html>

Fahr, S. Motto, R., Rostagno, M., Smets, F. y Tristani, O. (2011): "A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past", BCE, *Working Paper Series*, Nº 1336 / 2011.

Fernández, F. y Navarrete, F. (2009): *La reforma del Sistema Financiero Internacional*, Ed. FAES, España.

Fondo Monetario Internacional, (2014): "La unión Europea paso a paso", *Finanzas & Desarrollo*, Volumen 51, Nº 1 / 2014.

Fundación ICO, (2013): *Anuario del Euro 2013*, Ed. Fundación de Estudios Financieros, Disponible online: [http://www.fundacionico.es/fileadmin/user\\_upload/pdfs/anuario\\_del\\_euro\\_2013.pdf](http://www.fundacionico.es/fileadmin/user_upload/pdfs/anuario_del_euro_2013.pdf)

Fundación ICO, (2015): *Anuario del Euro 2015*, Ed. Fundación de Estudios Financieros, Disponible online: [http://www.fundacionico.es/fileadmin/user\\_upload/pdfs/ANUARIO\\_2015\\_ferros\\_def.pdf](http://www.fundacionico.es/fileadmin/user_upload/pdfs/ANUARIO_2015_ferros_def.pdf)

- Gerdesmeier, D. (2009): *La estabilidad de precios: ¿Porqué es importante para ti?*, Banco Central Europeo, Fráncfort, Disponible online:  
[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability\\_es.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_es.pdf)
- Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. y Reichlin, L. (2012): "The ECB and the Interbank market", BCE, *Working Paper Series*, N° 1496 / 2012.
- González Páramo, J.M. (2009): "La crisis financiera: Lecciones y retos", Discurso Circulo Financiero de la sociedad Económica Amigos del País - La Caixa, Barcelona, 12 de febrero de 2009, Disponible online:  
[https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090212\\_2.es.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090212_2.es.html)
- González Páramo, J.M. (2010): "Estrategias económicas de salida de la crisis", Discurso Fundación Ramón Areces, Madrid, 25 de marzo de 2010, Disponible online:  
[https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100325\\_1.es.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100325_1.es.html)
- González Páramo, J.M. (2011): "La política monetaria del BCE durante la crisis", Discurso de clausura de las X Jornadas de Política Económica, Málaga, 21 de octubre de 2011, Disponible online:  
[https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021\\_1.es.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html)
- González Páramo, J.M. (2012): "Crisis 'Subprime' y soberana: el papel del BCE", *Política Exterior*, N° 1, pp. 134 - 144, Disponible online:  
[http://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/125023/Crisis\\_Gonzalez%20%20Paramo\\_2012.pdf?sequence=1](http://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/125023/Crisis_Gonzalez%20%20Paramo_2012.pdf?sequence=1)
- Lenza, M., Pill, H. y Reichlin, L. (2010): "Orthodox and Heterodox Monetary Policy, Economic Policy", *Economic Policy*, vol. 25, N° 62, pp. 295 - 339.
- López Domínguez, I.: "Sistema de reservas mínimas", Diccionario Económico Expansión, Disponible online: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/sistema-de-reservas-minimas.html>
- Mars, A. (2015): "¿Qué es la expansión cuantitativa del BCE? ¿En qué nos afecta?", Ed. El País, 9 de Marzo de 2015, Disponible online:  
[http://economia.elpais.com/economia/2015/03/08/actualidad/1425832513\\_016391.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/03/08/actualidad/1425832513_016391.html)

- Martín Aceña, P. (2011): *Pasado y presente: de la gran depresión del siglo XX a la gran recesión del siglo XXI*, Ed. Fundación BBVA, Madrid.
- Millaruelo, A., y del Rio, A. (2013): "Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis", Banco de España, Boletín Económico, Enero 2013, pp. 89 - 99.
- Mochón Morcillo, F. (2013): *Economía, teoría y política*, Ed. McGraw-Hill Interamericana - M.U.A, Madrid.
- Moral Bello, C. (2000): *Los Mercados Financieros*, Ed. IT&FI, Madrid.
- Novalés Cinca, A. (2010): "Política Monetaria antes y después de la crisis financiera", Departamento de Economía Cuantitativa, Universidad Complutense, Marzo 2010, Disponible online: <https://www.ucm.es/data/cont/docs/518-2013-11-15-Crisis.pdf>
- Paternoster, D. y Verbeken D. (2016): "La política monetaria", Parlamento Europeo, *Fichas técnicas sobre la Unión Europea*, Marzo 2016, Disponible en: [http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/es/displayFtu.html?ftuId=FTU\\_4.1.3.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/es/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.3.html)
- Rey Miro, D., Gómez Fernández, A. y Refojo Rey, A. (2015): *La política monetaria: La actuación de la FED, BCE, BOE y BOJ y su impacto en los activos financieros*, Bolsa y Mercados Españoles (BME), *Estudios sobre el mercado de valores*, N° 56, Disponible en: <http://www.borsabcn.es/asp/Comun/verPDF.aspx?fich=8HSVT5Yda7YbV14rxfhK9enGEb97ERnrCFjWoEOSinYHQzN%2BuQgJabk1vQnHppj3>
- RTVE, (2014): "El BCE presta 212.440 millones a la banca europea para que dé crédito, la mitad del máximo ofrecido", 11 de Diciembre de 2014, Disponible online: <http://www.rtve.es/noticias/20141211/bce-presta-212440-millones-banca-para-credito-mitad-del-maximo-ofrecido/1065420.shtml>
- Sánchez, R.M. (2016): "El BCE adoptará nuevas medidas de estímulo en marzo ante la baja inflación", Ed. El Periódico, 21 de Enero de 2016, Disponible online: <http://www.elperiodico.com/es/noticias/economia/bce-mantiene-tipos-interes-minimo-historico-005-4834031>
- Sorman, G. (2011): *La economía no miente*, Ed. Sudamericana, Buenos Aires.

Tugores Ques, J. (2000): *Macroeconomía: para entender la crisis en una economía global*, Ed. UOC, España.

Vega Vidal, J. A. (2000): *El marco bancario del euro*, Ed. UPCO, Madrid.