



GRADO EN ADMISTRACION Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

CURSO ACADÉMICO 2011/2012

TRABAJO FIN DE GRADO

TÍTULO: “Las actuaciones del BCE en la actual crisis financiera”

AUTOR/A: Alejo García Paz Couturier

TUTOR/A: Irene García González

FECHA: 17 de septiembre de 2012

INDICE

Introducción	1
1. La crisis financiera	3
1.1) Dinero barato y burbujas	3
1.2) La titulización: ¿fordismo financiero?, ¿innovación y desarrollo?.....	10
1.3) Desajustes económicos estructurales	12
2. El Banco Central Europeo	15
2.1) El BCE, definición y particularidades	15
2.2) Los instrumentos de política monetaria habitualmente usados por el BCE	18
3. Las actuaciones del BCE durante la crisis financiera actual	20
3.1) Crecimiento y turbulencias	20
3.2) De las turbulencias al aterrizaje de emergencia	23
3.3) La gran recesión del 2009	27
3.4) Soberano “crash”	30
3.5) Cuatro años después y sin resolución aparente	33
3.6) Mirando al futuro... ..	35
Conclusiones	37
Resumen en lengua inglesa	45
Bibliografía	46

INTRODUCCION

Este trabajo versa sobre las actuaciones del Banco Central Europeo durante la actual crisis financiera. Entendemos que para comprender de forma adecuada las mismas es oportuno dividir el texto en tres partes claramente diferenciadas. En primera instancia abordaremos el camino realizado hasta la llegada del crash del 2007, de esta forma se simplificara la comprensión sobre lo que el BCE tuvo que afrontar a partir del mismo. En segundo lugar, haremos una breve explicación del sistema europeo de política monetaria, es decir, sus instituciones, la organización de las mismas, así como las operaciones mas frecuentes del Banco Central. Por ultimo, desarrollaremos las medidas que determino el organismo europeo durante los años que van del 2007 al 2011, realizando una mirada hacia el futuro en el ultimo apartado.

Finalmente, expondremos una conclusión fruto del análisis y el estudio volcado en el proyecto. En la ultima pagina añadimos un resumen en lengua inglesa.

CAPITULO I

LA CRISIS FINANCIERA

El origen del crash: dinero barato y burbujas, “fordismo” financiero y desajustes macroeconómicos estructurales

“Muchísima gente se ha vuelto pesimista por haber financiado optimistas”

C.T.Jones

El objetivo de este trabajo no es otro que plasmar las actuaciones del Banco Central Europeo durante la actual crisis financiera. Para esto es imprescindible situar las claves del nacimiento de esta situación de ruptura total del statu quo reinante durante el periodo de bonanza que se extendió del 2002 al 2007. No es nuestro objeto realizar un análisis exhaustivo e histórico que nos aproxime a la explicación de la crisis actual. No obstante debemos entender y exponer las causas mas aceptadas, y que por supuesto compartimos, acerca de la realidad económica presente. Es preciso destacar que estas líneas entrañan una dificultad añadida, que resulta de explicar algo que estamos viviendo, y que por ende es dinámico. Por tanto, lo que hoy podemos valorar positivamente quizá el tiempo demuestre lo contrario y viceversa.

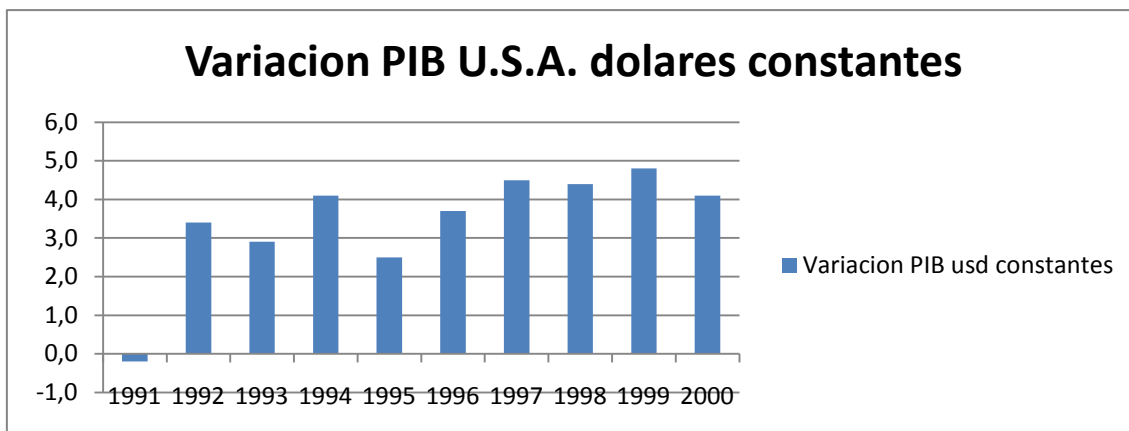
1.1) DINERO BARATO Y BURBUJAS...

“Si te debo una libra tengo un problema, mas si te debo un millón el problema es tuyo”

J.M. Keynes

En el año 2000 las economías norteamericanas y europeas gozaban de unos años de cierta tranquilidad. Se había superado el crash mexicano conocido como “el efecto tequila” y las crisis que le siguieron con la caída de los tigres asiáticos. Sin embargo la década nueva rápidamente trajo sustos importantes a las grandes y poderosas economías occidentales. En concreto, debemos hacer alusión a la de Estados Unidos y a la alemana, porque son el centro neurálgico del mundo económico de occidente.

Respecto al primer caso, y por situarnos en la entrada de U.S.A. en el nuevo siglo, podemos decir que la economía norteamericana había disfrutado de una época de bonanza en los 90´.



1.1) Fuente: elaboración propia a partir de datos aportados por U.S. Bureau of Economic Analysis

Como se comprueba en el gráfico, superada la recesión del año 1991 causada por la inestabilidad que generó a nivel mundial la guerra del Golfo Pérsico, Estados Unidos gozó de una década de crecimiento, situando la media del mismo próxima al 4%.

Durante este período brillante de la economía se produjeron sucesos reseñables cuyas consecuencias se recogerían años mas tarde. El más importante o de mayor impacto a nuestro juicio (en la realidad actual), fue la derogación por parte de la Administración Clinton de la Ley Glass-Steagall. Esta normativa surgió en el año 1933, como consecuencia de un aprendizaje y de una cierta asunción de culpas por parte del sector financiero posterior a la Gran Depresión de 1929. Básicamente, o de forma muy general pretendía separar a la banca comercial de la banca de inversión. La consecuencia primera de esta ley es que el tamaño de las entidades quedaba limitado en el crecimiento y como segundo resultado, se compartimentaba al sector permitiendo una mayor diversificación de los riesgos, entre muchas compañías de menor tamaño (al menos no sistémico). Al respecto George Soros comentaba en el documental "Inside job" que la banca, con esta ley, funcionaba como un barco petrolífero, es decir que había muchos compartimentos separados, lo que permitía que ante la ruptura de uno de ellos, el daño fuera relativamente controlable. Gracias a su derogación, promulgada en el año 1999, surgieron compañías financieras de gran tamaño, como fue el caso de Citigroup. Esto permitió a la gran banca conseguir la catalogación de "sistémica", osea que su caída arrastraría al conjunto del sistema, y todo ello dotó de una gran inmunidad a la hora de operar a la misma, sabiendo que en última instancia alguien saldría en su ayuda.

Esto fue parte de la herencia que aportó la década de crecimiento, sin embargo también han ayudado a gestar la actual crisis financiera, las medidas y aportaciones de los años difíciles de comienzo de siglo XXI.

En febrero del año 2000, el índice Nasdaq (índice que agrupa las acciones de las tecnológicas americanas más importantes) cotizaba en 4270 puntos (próximo a su máximo histórico). Internet era una revolución, estaba entrando en los hogares de la clase media. Su popularidad crecía día a día y las oportunidades de negocio parecían

infinitas. Sin embargo, la manipulación de cuentas de determinadas empresas y la exageración en las posibilidades de las compañías acabó por causar el derrumbe de sus cotizaciones, la quiebra de algunas de ellas, fusiones y demás mecanismos para sobrevivir. Al mismo tiempo, la reserva federal venía llevando una política de subida de tipos de interés del “Federal Fund Rate” hasta alcanzar el 6.25%.

El efecto de lo reseñado anteriormente, sumado al ataque terrorista de las Torres Gemelas, que produjo una gran incertidumbre y tensión en la economía mundial, tuvo como consecuencia una detención importante en la economía americana, que se detalla en la siguiente tabla:

Año/trimestre	Var PIB USA
2000 Q3	0.3
2000 Q4	2.4
2001 Q1	-1.3
2001 Q2	2.7
2001 Q3	-1.1
2001 Q4	1.4

1.2) Fuente: elaboración propia a partir de datos aportados por U.S. Bureau of Economic Analysis

La Reserva Federal, gobernada en ese momento por Alan Greenspan, tomó cartas en el asunto y decidió reactivar la economía a través de una política monetaria agresiva. Por tanto, bajó los tipos de interés oficiales del 6.5% al 1% en un período de tan solo dos años. La era del dinero barato comenzó aquí...

Como es habitual cuando nos encontramos un bien con bajo precio, lo demandamos de forma elevada. El dinero no fue ajeno a esta evidencia de mercado. Por tanto, aprovechando los tipos de interés reducidos, la compra de viviendas a crédito se disparó, y por consiguiente el precio de las mismas. El índice Case-Shiller, el más importante en U.S.A para medir el coste de las vivienda, se duplicó en un período de diez años. Con esto se puede afirmar que Estados Unidos llegaba al año 2007 con una burbuja inmobiliaria de las más importantes de su historia. Gracias a la globalización, y a otras políticas monetarias agresivas desarrolladas en otras partes del mundo (como luego comentaremos en el caso alemán) las burbujas se propagaron a distintos países del globo terráqueo. También se expandieron por sectores. La bolsa sufrió en efecto un alza en las valoraciones espectacular. El S&P500, índice de referencia de la bolsa americana, casi duplicó su valor en un periodo de cinco años.

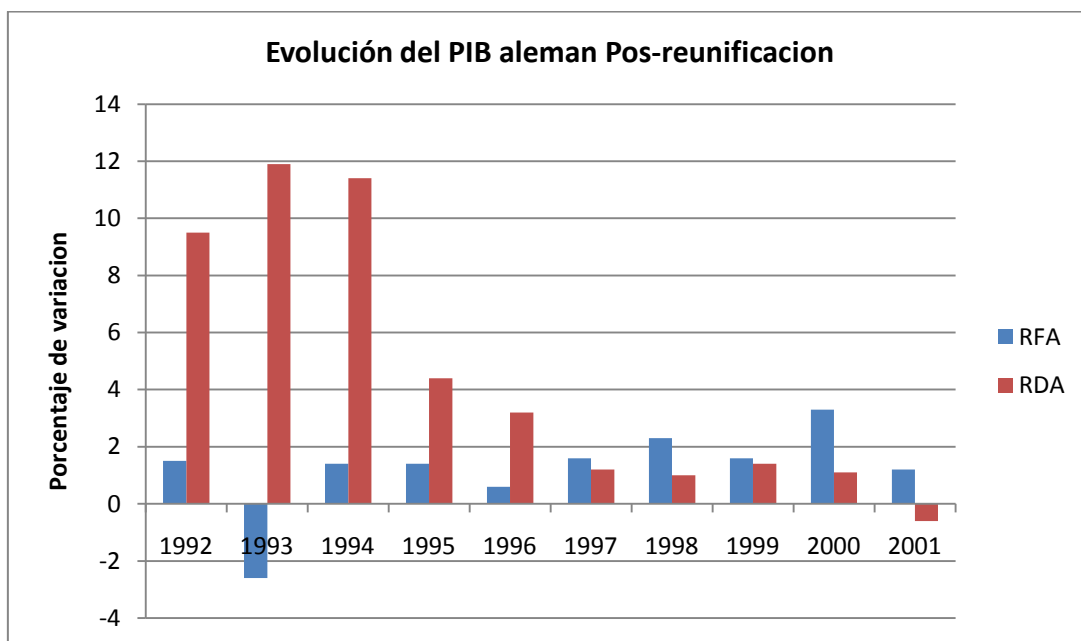
Una vez analizado, a grandes rasgos, como se preparaba Estados Unidos para llegar al gran crash del 2007, tenemos que abordar la realidad europea. En este caso, entendemos que es preciso centrarnos en el epicentro económico de la zona euro (Alemania) y, a partir de ahí, hacer alusiones al resto del viejo continente.

En el año 1989 se derrumbó el Muro de Berlín. Este hecho significó la Reunificación de las dos Alemanias. Económicamente, nos encontrábamos a una Republica Federal con “condiciones económicas”(…) “excelentes” (citando al propio Helmut Kohl, ex canciller Aleman) y a una Republica Democrática empobrecida y con grandes dificultades para alcanzar muchos de los logros que la R.F.A. ya tenía vastamente superados. Las consecuencias de esta situación dispar se reflejaron en que el proceso se llevo a cabo más como una “fusión por absorción” (en términos empresariales) que por una unión de partes, en parecidas circunstancias. Esto supuso que las estructuras

de la Alemania occidental se impusieran sobre la otra. De forma tal que se estableció en la nueva Alemania una economía social de mercado, trayendo consigo la libertad de competencia, la libre movilidad de trabajadores, el libre establecimiento de precios y demás libertades aportadas por la economía de mercado, mas no permitidas por el comunismo de la zona oriental.

Con objeto de resumir las consecuencias económicas, es importante entender qué supuso en términos de PIB y de endeudamiento este proceso. Al margen de estos dos factores, como es de suponer, hubo multitud de retos que tuvieron que afrontar, tales como reducir las empresas públicas de la antigua Alemania Comunista y salir a lidiar con las estructuras más competitivas de la Union Europea, en el mismo momento en que perdían sus tradicionales socios comerciales comunistas.

En lo relativo al Producto Interior Bruto pos-reunificación, en el grafico siguiente se puede comprobar, el despegue que significó para la RDA dicho proceso, mientras que la Alemania occidental pagó, probablemente, las consecuencias de las enormes transferencias que tuvo que hacer para conseguir una homogeneización del conjunto de los Landers alemanes. Así las cosas, comprobamos un despegue en los años 1992, 1993 y 1994 de la ex Alemania comunista y una cierta estabilidad en niveles relativamente pobres de crecimiento en la RFA:



1.3) Fuente: Ministerio de economía alemán

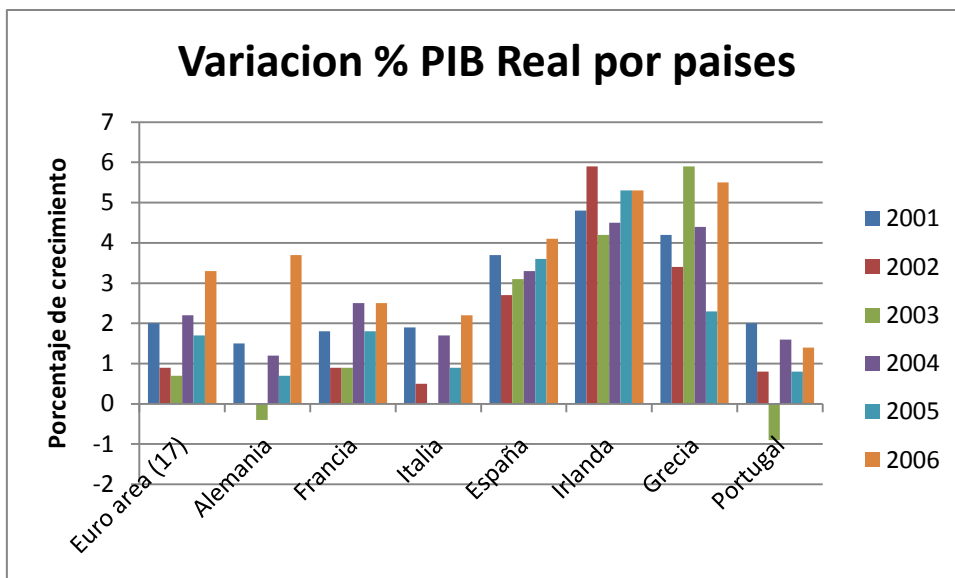
Además, de estos datos es importante destacar, que el PIB per cápita de la RDA pasó de representar el 33% respecto al que disfrutaban los alemanes de occidente en 1991, al 60.4% en el año 2001. Por tanto en términos de PIB, se podría afirmar que, dada la dificultad que conllevaba el proceso en si mismo, se ejecuto con cierto éxito. Parte de este triunfo se debió a la ayuda que aportó la Unión Europea con Fondos estructurales. Esto último no estuvo ajeno al debate, dado que si se tomara a la antigua RDA como una parte de la Alemania rica no tendría sentido que se hubiera destinado esta ayuda.

En cuanto al endeudamiento, de forma breve, podemos afirmar que la durante la reunificación se optó por una política fiscal expansiva, mientras se desarrollaba una política monetaria restrictiva. El Bundesbank se negaba a financiar el proceso vía expansión de la oferta monetaria. Mientras tanto el ministerio de finanzas alemán decidía expandir el gasto público con el fin de homogeneizar los niveles de vida en toda la República. Sin embargo, se negaba a aumentar los ingresos por el camino de la subida impositiva argumentando que dicho incremento se produciría por el crecimiento de la economía alemana. Las previsiones fallaron en este punto, la economía no creció lo que se esperaba y el coste de la reunificación fue mayor del previsto. Todo esto se resumió en un desajuste importante en las finanzas públicas germanas, a pesar de los tardíos aumentos fiscales. De forma numérica, la deuda alemana paso de significar el 42.9% del PIB en el año 1992, a ser el 61% en el 2002.

Lo preocupante de ese desajuste macroeconómico surgió en los años posteriores al 2000. Puesto que mientras los representantes de la res pública alemana intentaban convencer que el problema se debía a un hecho puntual, como era el proceso de reunificación, el tiempo fue demostrando que se trataba de una estructura del estado de bienestar duradera y difícilmente sostenible. De hecho, se puede comprobar que la deuda del estado alemán solo ha sabido crecer hasta el año 2007.

Hacíamos referencia en el párrafo anterior al año 2000, este fue un momento clave en la “edificación” de la Alemania pre-crisis del 2007. El mismo tuvo una gran influencia sobre los países periféricos de la euro-zona. Demás está decir, que todo lo vivido a partir de ese momento se aderezo con el aumento de la unificación europea mediante la introducción de la unión monetaria. En aquel año Alemania sufría la resaca del duro proceso de reunificación y a ello se sumo el colapso de la burbuja tecnológica. Todo esto genero una importante crisis en el país germano, de la cual salió tomando medidas importantes en cuanto a la flexibilización de su sistema productivo, además de otras referentes a un progresivo desendeudamiento de familias y empresas. Este proceso lo apoyó de forma importante el Banco Central Europeo.

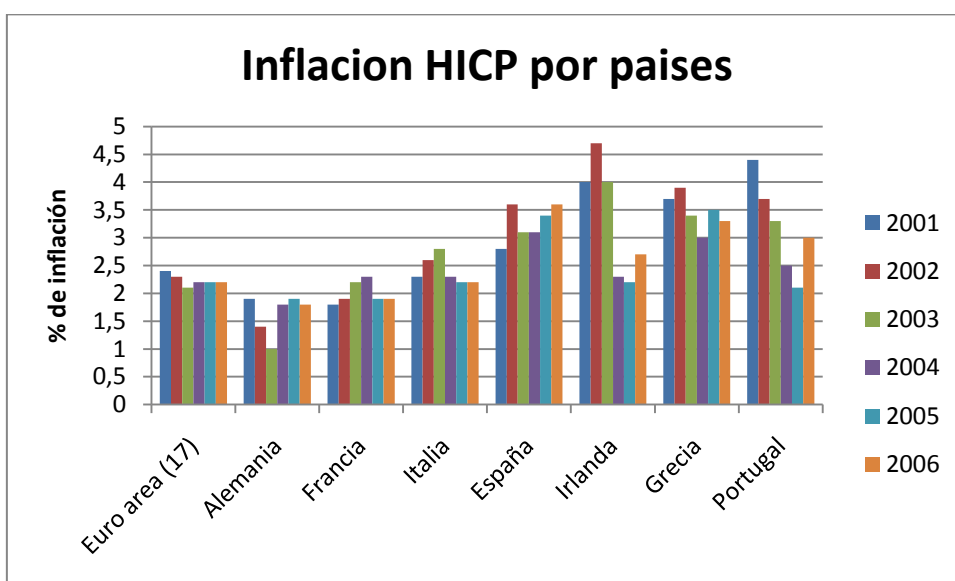
Llegado este punto del análisis, es preciso abrir el objetivo de estudio y comenzar a abordar el transcurrir de la economía europea como una problemática conjunta, al menos observando que era lo que sucedía en los países que integrarían la moneda única. El BCE comenzó a tomar decisiones en materia de política monetaria en el año 1999. En ese momento el tipo de interés de referencia que marcaba la entidad era del 3%. Progresivamente, lo fue subiendo hasta el 4.5% en el año 2001. Alcanzado ese periodo, y como comentábamos anteriormente, coincidiendo con un detenimiento en el crecimiento de la economía germana, desarrolló una agresiva bajada de tipos de interés y por tanto una política monetaria más agresiva. En el siguiente gráfico se muestran las tasas de crecimiento de los PIB reales de la zona euro y alguno de sus componentes mas significativos:



1.4) Fuente: Elaboracion propia con datos extraidos de Eurostat

Se puede comprobar en el mismo que la Zona de la moneda única no tenía un fuerte crecimiento, pero si que existían determinados componentes dentro de la misma que lo estaban disfrutando.

Además del dato de crecimiento, debemos observar que sucedía con la inflación a medida que el Banco Central Europeo incrementaba la expansión de su política monetaria. Para esto hemos desarrollado un grafico que pretende hacer lo mismo que el anterior, es decir comparar el comportamiento de los precios dentro de la zona euro y en el global de la misma. En este punto, y aunque más tarde se explicara esto con mayor detalle, es reseñable indicar que el Banco Central Europeo tiene la particularidad de que su principal obligación es el control de la inflación. No es primordial para él, garantizar el pleno empleo de los factores, como si lo es para otros homólogos, tales como el BoE o la FED.



1.5) Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

Observando estos datos, se puede concluir que en ningún momento el conjunto de la Euro Zona tuvo una amenaza deflacionaria. Es más, había determinados componentes de la misma que tenían tasas de inflación considerablemente elevadas. Recordando además, que el objetivo de inflación del BCE se sitúa en el 2%, es al menos complicado, justificar la agresividad de su política monetaria. En cualquier caso, lo que si podemos confirmar es que aprovechando las tasas de inflación controladas se evitó con la política monetaria expansiva un freno mayor en la economía de los países más fuertes de la euro zona. No obstante, en aquellos que en ese momento se podían considerar “emergentes” (dentro del entorno euro), la política del dinero barato trajo consigo –como no podía ser de otra forma- las grandes burbujas inmobiliarias y de otro tipo de activos. Evidentemente existió una connivencia o cierto “narcisismo” político dentro de estos países periféricos, los cuales en lugar de tomar medidas fiscales muy restrictivas tendentes a aliviar el ciclo, prefirieron colgarse diplomas de honor en la gestión económica y crear grandes expansiones, que como siempre en la historia del sistema capitalista, se pagan con enormes contracciones.

Antes de realizar una conclusión final del apartado, y con la mirada situada en el futuro, creemos que es interesante que las fuertes economías de la Zona Euro recuerden el apoyo que tuvieron de la política monetaria cuando les hizo falta, y actúen con la misma lógica para apoyar las dificultades actuales de algunas zonas de Europa, que ahora mismo necesitan la presencia de un BCE fuerte y defensor a ultranza de la moneda única y la estabilidad financiera.

A modo de sumario del apartado, podemos decir que el dinero barato y las burbujas surgidas gracias a él, han sido la tónica generalizada en Estados Unidos y en la Europa Periférica, desde el año 2001 al periodo del 2007, previo a la crisis. También, se propago a otros sitios del mundo, que por cuestión de espacio, no hemos destacado, tales como el Reino Unido. Por todo esto, y adicionando unas políticas públicas, inexplicablemente expansivas en materia fiscal, que generaron unos endeudamientos de los estados muy elevados (nótese el caso japonés con más del 200% de PIB endeudado, o el Americano con más del 100%) se puede afirmar que el mundo previo al Segundo Gran Crash de la historia del sistema capitalista estaba sobre endeudado, y por tanto la crisis surgida aparece sobre todo por el apalancamiento excesivo, tanto de los entes privados como los públicos. Por último, hilando con la frase que encabezaba este tema, parece ser una realidad que el problema de deuda actual es tan importante, que ya ha superado a quienes deben el dinero y se ha traspasado al conjunto del sistema, de los países y economías que lo conforman, por lo que solo encontraremos la solución con acciones globales y coordinadas.

1.2) LA TITULIZACIÓN: “FORDISMO” FINANCIERO?, INNOVACION Y DESARROLLO?

“Ojalá os hagáis ricos, efesios, para que quede mas patente vuestra maldad!”

Heráclito

Con el objetivo que perseguimos desde el inicio de este apartado, que no es otro que situar las claves de la actual crisis financiera, intentando desarrollar sus causas u orígenes, tenemos que hacer mención a una de ellas, sobre la cual muchos coincidimos en valorar como una de las creaciones más perversas y dañinas del sistema actual (al menos con la regulación y los incentivos que han tenido hasta el día de hoy). Esta, sin duda, es la Titulización.

Básicamente, el proceso anteriormente nombrado y que también se conoce como securitización, se desarrolla mediante una “cadena de montaje” con diversos productos semi-terminados financieros, en donde los participantes se especializan en la tarea asignada. De esta forma, las entidades de crédito otorgan préstamos, luego los reagrupan (normalmente parte de ellos) y los distribuyen. Esto se denominó como la tarea de “originar para distribuir”. Posteriormente, el “paquete” crediticio se le envía a una agencia de rating, especializada en analizar y poner nota al mismo. Aquí existe un claro problema de intereses. Quien paga y contrata a la calificadora es quien quiere “colocar” su cartera de préstamos. Por último, aparecen los fondos de cobertura y otras instituciones que se dedican a adquirir estos productos para rentabilizar las carteras que gestionan. En ocasiones, los créditos adquiridos se vuelven a empaquetar con otros que tienen en cartera y se recalifican, para poder transferirlos nuevamente.

La presentación del proceso de titulización, la hemos simplificado extremadamente, pero nos sirve para detectar algunas de sus características principales. Para exponerlas, es preciso hacer un paralelismo antagónico, entre aquello que algunos denominaron “Segunda Revolución Industrial”, es decir el Fordismo, y esta innovación que otros calificaron como la mejor forma de diversificar riesgo (Allan Greenspan) llamada Titulización. En 1908, hubo una persona que consideró que para popularizar el consumo, debía aumentar el salario de sus trabajadores y a cambio debía ganar en eficiencia productiva. Para ello, desarrolló un concepto innovador de producción, basado en la especialización y la elaboración en cadena. Esta idea, que llegó al capitalismo de la mano de Henry Ford, revolucionó la generación de bienes reales, impulsó a la economía industrial y, sin duda, fue fuente de desarrollo para el sistema fabril. Por el contrario, en la década del 80’, nació la securitización. Le llevó aproximadamente veinte años tomar el impulso necesario para crear un iceberg peligroso para la sostenibilidad global de las economías. No obstante, se basó en los mismos principios que H. Ford. Buscó una expansión interclasista del consumo

(mediante el acceso al crédito en masa de personas que hasta ese momento habían estado excluidas), trabajó con alta especialización, y aprovechó la producción en cadena, creando entidades cuyos intereses y riesgos estaban muy segmentados y, por tanto, no tenían ninguna preocupación sobre el “output” final de la serie. Las consecuencias, según muchos estudios elaborados a partir del año 2008, fueron nefastas. Hubo invención, sin lugar a duda, apoyando la idea de que “la innovación financiera(...)ha sido precursora recurrentes de crisis” (Reinhart y Rogoff, 2009) , y cual espejismo pareció haber desarrollo, mas el tiempo está deshaciendo las burbujas y demostrando que solo nos quedara la ilusión y no el progreso.

Una vez, analizado con tono crítico el proceso de titulización, es preciso advertir que el fallo principal no es inherente al mismo, sino al entorno de regulación y ética profesional en el que se ha desarrollado. Comenzábamos citando a Heráclito, que les dedicaba esas palabras a sus conciudadanos por la expulsión de su amigo Hermódoro, en una afirmación que podríamos denominar “pseudo-Marxista” vinculando la riqueza a la maldad. Evidentemente no se puede suscribir la totalidad de la frase, pero en cierta forma se puede decir que al margen de la normativa escasa (y el desinterés o desatención de los reguladores), la securitización ha fallado por la falta de moral y de ética en los comportamientos del actual sistema financiero. El objetivo de este producto era aumentar las disponibilidades de liquidez para engordar las capacidades prestamistas de las entidades financieras. De esa forma, ganaban los prestatarios, quienes podían aumentar su consumo e inversión y también los prestamistas incrementando su volumen de negocio. No obstante, esto se aprovechó para otorgar préstamos “sub-prime” (con alto riesgo de impago) con nefastos controles de calidad, con el conocimiento de que los mismos saldrían rápidamente de los balances. Esta actuación generó un incremento de resultados que disparó los bonus de los altos directivos de la banca internacional. En el año 2005, Raghuram Rajan (economista-jefe del FMI en ese momento), además de advertir de todos los riesgos que posteriormente se constataron, manifestó que no era razonable ligar la retribución de los altos ejecutivos de la banca a los beneficios de corto plazo sin tener en cuenta los riesgos de largo plazo.

A modo de conclusión, pensamos que la titulización, con su proceso Fordista particular (en el que al centro de la cadena no le interesa el resultado final), apoyado por la falta de regulación, y la falta de ética en los comportamientos de los que tenían responsabilidades (hemos hecho alusión a los banqueros. No hemos analizado el comportamiento de las agencias de rating por no engordar esta parte introductoria, pero su responsabilidad en el mal funcionamiento de la innovación parece ser de alta importancia según múltiples estudios efectuados), ha conseguido erigirse como la segunda gran causa del Crash del 2007. Esta innovación, casi imprescindible para toda crisis financiera, generó un gran desarrollo a corto plazo con la popularización del crédito, pero de a poco, va demostrando que no fue más que una quimera. Por supuesto que, como la securitización no es mala por naturaleza, nos deja un gran campo de trabajo, para apropiarnos de sus ventajas y desechar sus contrariedades, con el fin de aportar un crecimiento real y sostenible en la economía mundial. No obstante, en la actualidad, lo que tenemos por delante es un gigante iceberg financiero, de un tamaño todavía desconocido, que paulatinamente va destrozando la coraza del sistema capitalista y de las economías que lo componen.

1.3) DESAJUSTES ECONOMICOS ESTRUCTURALES

“El presupuesto debe equilibrarse, el Tesoro debe ser reaprovisionado, la deuda pública debe ser disminuida, la arrogancia de los funcionarios públicos debe ser moderada y controlada, y la ayuda a otros países debe eliminarse para que Roma no vaya a la bancarrota. La gente debe aprender nuevamente a trabajar, en lugar de vivir a costa del Estado.”

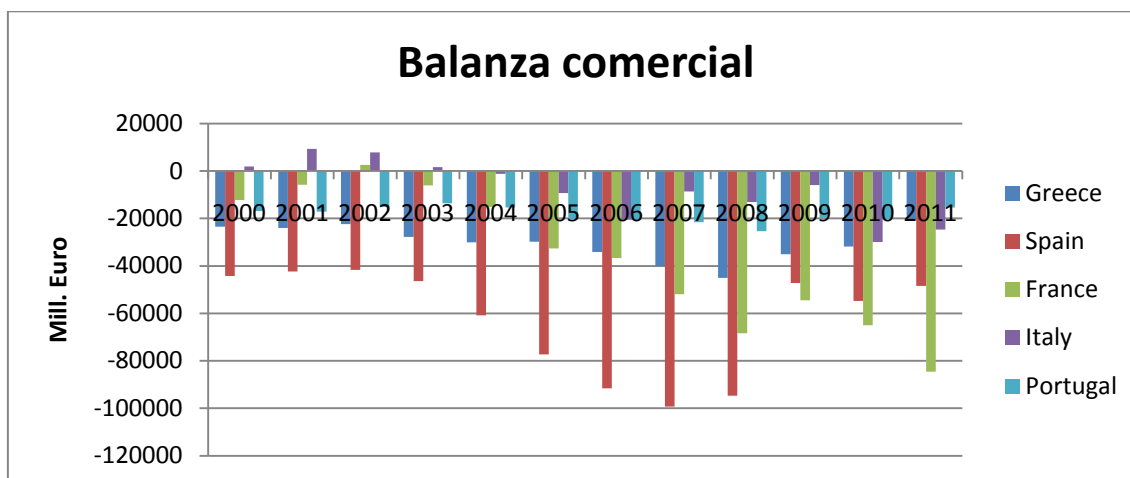
Marco Tulio Ciceron (año 55 a.c.)

Por último, es preciso destacar ciertos desajustes en las economías desarrolladas que se han acentuado con el paso de los años o mantenido en situaciones de difícil sostenibilidad. Quizá no siempre se puedan considerar causas del Crash del 2007, pero al menos se puede afirmar que su existencia no ha sido de ayuda para buscar soluciones en la reactivación del sistema económico.

Podríamos enumerar multitud de desequilibrios, no obstante queremos hacer referencia a dos que entendemos altamente significativas. El primero de ellos, hace alusión al déficit permanente y estructural en la balanza comercial en ciertas economías importantes como por ejemplo la Norteamericana. El segundo, mucho más grave y extendido –casi endémico–, es el déficit fiscal permanente y su consecuente generación de deuda pública que yace en las economías importantes del mundo.

El déficit de la balanza comercial de algunos países potentes en materia económica empieza a tener la consideración de permanente. De hecho, en el caso americano, muchas de sus figuras influyentes y con responsabilidades en la política económica del país, han considerado como poco importante este dato y por tanto no han tomado medidas correctoras. Podríamos citar entre estos, a Greenspan o Ben Bernanke, quienes se pronunciaron sobre el mismo como un asunto secundario. Existe una gran divergencia en el hecho de si esto afecta gravemente o no a la economía norteamericana. Hay corrientes de economistas que consideran que el efecto es negativo y por tanto, tiene fecha de caducidad (con las consecuencias graves que traería que esto fuera brusco) y otros que le restan importancia. Respecto a este país, en concreto Rogoff y Reinhart afirman que: “tarde o temprano la voracidad crediticia estadounidense tendría que llegar a su fin (...) lo que provocaría bruscos movimientos en el precio de los activos, y a su vez, una enorme presión sobre el complejo sistema mundial de derivados”. En cualquier caso, sea como sea en la primera economía del mundo, todos coinciden en que cuando esto sucede en países con menor potencial el hecho tiene una gravedad mucho más elevada para sus economías. Aquí, debemos

detenernos y observar el caso de la Zona Euro. Particularmente, podemos comprobar en el grafico siguiente, la situación de algunas de las economías Europeas:



1.6) Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

Exceptuando el caso de Francia, el resto de los países señalados están sufriendo una fuerte crisis para refinanciar la deuda soberana. Esto no es ajeno al comportamiento de las balanzas por cuenta corriente. El asunto, es que la negatividad de las mismas, produce que la financiación de los déficit fiscales se haga mediante capitales extranjeros. Los mismos son más volátiles que el ahorro nacional y tienen un componente especulativo mayor. Esto produce que en las épocas de bonanza los rendimientos a pagar por la deuda pública puedan ser muy bajos por la alta demanda, pero que en las contracciones se produzca una “fuga” que eleve los intereses a niveles de dudosa sostenibilidad. Un ejemplo de una situación antagónica es la de Japón. La isla asiática tiene permanentes superávits positivos en sus balanzas comerciales. Esto hace que el pueblo japonés tenga un alto nivel de ahorro y que por tanto la deuda pública la financien (como dijo el gobernador del BoJ, Shirakawa) “las amas de casa”. Por todo esto, los rendimientos de los bonos japoneses permanecen prácticamente inmunes a las dificultades financieras a pesar de ser el país más endeudado del mundo respecto a su PIB. Mientras que otros, con niveles de deuda más razonables como España, están sufriendo incrementos del 300% (desde el 2007) en el interés a pagar para financiarse en la misma cantidad de años. Por último, para reforzar estas afirmaciones, podemos traer a colación ciertas ideas que pronunció el gobernador del BoE, Mervyn King, quien se atrevió a afirmar que la crisis de deuda de la periferia de la Zona Euro es una “crisis clásica de balanza de pagos”.

Es evidente que estos desequilibrios deben corregirse, pero no es menos incuestionable que los problemas enormes de refinanciación de los déficit de la Eurozona emergen por un motivo fundamental que no es otro que las abultadas deudas públicas, surgidas gracias a otros de las complicaciones permanentes de las economías desarrolladas: los déficits públicos. Estos se han transformado en un “know how” de la clase política mundial. La mala gestión de los recursos públicos es un mal endémico que se extiende desde hace siglos, de hecho mediante la cita del comienzo del apartado, podemos comprobar que la deuda de los estados no es un problema puramente contemporáneo. No obstante, debemos ser conscientes que unos siglos después de que Cicerón pronunciara esas palabras el Imperio Romano cayó. La causa

evidente es el ancestral egocentrismo político y el aprovechamiento de los mismos del poder directivo que poseen. Como en ocasiones manifiesta el Prof. Rodríguez Braun la recaudación fiscal es una forma más de coacción política (en definitiva, gracias a ella se pueden hacer promesas del tipo: “si me votan les daré...”). Cuantos más recursos tenga el sector público más poder tiene la clase dirigente, más posibilidades tienen de generar clientelismo, de “vender” sus actuaciones y de dirigir los consumos hacia los “lobbys” que mayor interés les despierten. Por tanto en las épocas de bonanza se bajan impuestos (así todo no pierden recaudación, por el crecimiento económico) y se suben los gastos, generando déficits o superávits mínimos. De esta forma, cuando llegan las crisis (doscientos años de capitalismo han demostrado su inevitabilidad) los gobiernos no tienen ni capacidad de aportar recursos para suavizarlas, e incluso en muchos casos las empeoran, teniendo que subir impuestos y recortar gasto público. La suma de estos actos, muy políticos pero muy poco técnicos, produce una suerte de “acentuación del ciclo económico”. Esto es lo que hemos vivido en los ocho años anteriores al crash del 2007. En consecuencia, hemos creado crecimientos quizá desmesurados, y una ruptura estruendosa que no se veía desde el año 1929.

CONCLUSION DEL CAPITULO

Resumiendo lo expuesto...

A modo de conclusión de todo lo comentado respecto a las causas de la crisis del 2007, podemos sintetizarlo en que el mundo se sobre endeudó gracias al dinero barato, además con el aporte de las innovaciones financieras (como la titulización), se engordaron los precios de determinados activos y por ende se crearon burbujas espectaculares. Mientras tanto, los estados acumularon grandes cantidades de deuda, provenientes de déficits permanentes, algunas de ellas en manos de tenedores nacionales, pero otras muy importantes (como la española) mayoritariamente en posesión de capitales extranjeros.

Con este panorama, analizaremos las actuaciones que llevo a cabo el BCE para sortear lo mejor posible el caos económico reinante.

CAPITULO II

EL BANCO CENTRAL EUROPEO

El presente capítulo contiene una breve presentación del funcionamiento de la política monetaria de la Zona Euro. Pretendemos afrontar las características principales, funciones y particularidades del BCE dentro de su apartado primero. Y en segunda instancia, realizar una alusión y descripción de las operaciones más frecuentes del banco central, dado que en el capítulo siguiente (en el cual se abordará lo realizado por el BCE durante la actual crisis) se utilizará la terminología presentada.

2.1) EL BCE, DEFINICION Y PARTICULARIDADES

Una vez que hemos analizado a grandes rasgos el camino realizado para llegar a la actual crisis financiera y sus características fundamentales, creemos que es preciso centrarnos en el BCE antes de estudiar qué actuaciones está desarrollando el mismo para afrontar las dificultades económicas actuales.

En el año 1989 se acuerda el establecimiento progresivo de la Unión Monetaria Europea. Este hecho no era más que la consecuencia lógica de los sucesos que habían tenido lugar desde 1962, tendentes a incrementar la unión económica de los países de Europa. Para conseguirlo se estableció una hoja de ruta marcada por tres fases. En primer lugar, debían reducirse las disparidades entre las políticas económicas de los Estados Miembros. En la siguiente fase, era imprescindible constituir los órganos fundamentales, así como la estructura organizativa, e incrementar la convergencia económica. Por último, se fijarían los tipos de interés y se asignarían responsabilidades monetarias y económicas a las instituciones correspondientes.

En la segunda y tercera fase se tuvieron que introducir modificaciones no previstas con lo cual se llevo a cabo una Conferencia intergubernamental, cuyos acuerdos quedaron plasmados en el Tratado de la Unión Europea o "Tratado de Maastricht". En

un anexo del mismo, se recogieron los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

El SEBC está compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales de los estados miembros. En este caso están incluidos los bancos centrales de aquellos países que adoptaron el euro, así como los que decidieron no hacerlo. Por tanto, el mismo contiene 27 bancos centrales nacionales. Las funciones básicas del SEBC se podrían enumerar de la siguiente forma:

- 1) Definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad
- 2) Realizar operaciones de divisas según el artículo 111
- 3) Poseer y gestionar las reservas oficiales de los estados miembros
- 4) Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos

Dado que el SEBC no tiene personalidad jurídica ni órganos rectores propios (estos corresponden al BCE), se podría afirmar que quien en realidad dirige la política monetaria de los países que utilizan la Moneda Unica como medio de cambio, es el Eurosistema. El mismo está formado por el BCE y los bancos centrales nacionales de los países cuya moneda adoptada es el Euro. La conservación de los BCN se debe fundamentalmente a la gran extensión de la Zona Euro, así como la variedad de naciones, culturas y lenguas de la misma.

El centro neurálgico del Eurosistema es el Banco Central Europeo. El mismo tiene personalidad jurídica según el derecho internacional. Su misión es cumplir con las funciones encomendadas al Eurosistema, bien a través de sus actuaciones o bien con el aporte y la cooperación de los bancos centrales nacionales.

Las tareas más relevantes que debe desarrollar el Eurosistema y por tanto garantizar su cumplimiento el BCE son:

- 1) Definir y ejecutar la política monetaria de la Zona del Euro. Para desarrollar esta tarea debe tener presente que el objetivo primordial es mantener la estabilidad de precios. Para ello debe controlar la base monetaria a través de distintas actuaciones.
- 2) Realizar operaciones de divisas y gestionar reservas oficiales en moneda extranjera de los países de la zona del euro.
- 3) Emitir billetes de forma fluida y eficiente
- 4) Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos de la Zona Euro
- 5) A estas funciones principales se añaden otras de menor importancia, como la tarea estadística, o la cooperación internacional.

El organismo que actualmente preside Mario Draghi y tiene su sede central en Frankfurt, posee como una característica importante que es la independencia. Este hecho lo comparte con sus homólogos, mas hay que destacar la relevancia del mismo, dado que esto supone no tomar decisiones sometidas a la voluntad política o a favor de determinados países de la Zona en detrimento de otros.

Una vez expuesto a grandes rasgos los atributos de las principales instituciones en materia de política monetaria de la Eurozona, consideramos oportuno centrarnos en

dos de las grandes diferencias entre el BCE y el resto de Bancos Centrales de referencia del Mundo desarrollado.

En primer lugar, el Banco Central Europeo tiene la dificultad añadida de trabajar en un entorno conformado por diferentes realidades nacionales, con múltiples lenguas y gran cantidad de culturas. El problema que se divisa es que el recelo que existe entre los distintos países de la Unión Monetaria ante las decisiones del BCE es mucho mayor que en otras como puede ser el Reino Unido o Estados Unidos. Parece comprobarse que las actuaciones de la entidad siempre están en tela de juicio, pero no por su posible e incierto resultado, sino por el hecho de considerar si se están tomando por influencia de tal o cual país de la Zona Euro. A todo esto, se suma la problemática de que los países de la Unión Europea tienen sistemas fiscales muy divergentes y las políticas que se aplican también son muy distintas en cada área. La consecuencia fáctica de esta descripción, es que mientras existió cierta bonanza en el conjunto de los países, o más bien, los que eran tradicionalmente más pobres crecían tanto que empujaban a los históricamente fuertes, la Unión no mostró rupturas. No obstante, desde los albores de la crash del 2007, encontramos ciertos conflictos importantes entre las distintas realidades nacionales de la Eurozona que dificultan el trabajo del Banco Central Europeo. Quizá uno de los resultados de esto puede ser que determinados bancos centrales como la Fed, el BoE o el BoJ, están jugando papeles más decisivos para superar la crisis financiera.

Otra de las particularidades o diferencias sustanciales, que le dan al BCE un tinte especial en comparación a sus similares tiene que ver con los objetivos perseguidos en su labor o con sus actuaciones. El Tratado de Maastricht dio al Banco Central Europeo (BCE) la tarea de asegurar la estabilidad de precios en la Unión Monetaria. Por tanto el mandato del BCE es aún más estrecho que el de la Reserva Federal que tiene también como mandato el promover el empleo pleno de los recursos. Esta distinción es sustancial y marca de forma muy preponderante el carácter del Banco Central Europeo. En ocasiones, se puede comprobar que la Reserva Federal puede tener actuaciones mas agresivas para apoyar el crecimiento de los Estados Unidos, aunque sus datos de inflación estén por encima del objetivo.

A modo de conclusión, podemos afirmar que el BCE nació para definir y ejecutar la política monetaria de los países que se han sumado a la moneda Euro. Además desarrolla otras tareas, como la de garantizar el buen funcionamiento del sistema de pagos. Es un Banco Central que trabaja en un entorno diferente al de sus análogos. Por un lado, porque tiene que tomar decisiones comunes para países con sistemas fiscales muy diferentes y con culturas y lenguas variadas y disimiles. Por otro lado, porque el mandato que tiene es muy estrecho debido a que su única misión es garantizar la estabilidad de precios, situación que lo diferencia con otros similares como la Reserva Federal Americana o el BoE.

2.2) LOS INSTRUMENTOS DE POLITICA MONETARIA HABITUALMENTE USADOS POR EL BCE

Con el fin de alcanzar los objetivos que se marca el BCE en materia de política monetaria, el mismo tiene a su disposición una serie de instrumentos, los cuales principalmente se pueden resumir en tres categorías:

1) Operaciones de mercado abierto:

Este tipo de operaciones tienen un papel muy importante, puesto que procuran controlar los tipos de interés, la situación de liquidez del mercado y la orientación de la política monetaria.

La más importante dentro de esta categoría son las operaciones temporales. Aunque existen otras como los swaps de divisas o la emisión de certificados de deuda.

Las OPF (Operaciones principales de financiación) son un tipo de procedimiento para inyectar liquidez semanalmente. Se realizan mediante subasta estándar, en la cual el tipo de interés mínimo ofertado coincide con el precio del dinero que marca la entidad de forma oficial. Estas proporcionan el grueso de la liquidez del sistema crediticio.

Con vencimiento mas largo, se encuentran las operaciones de financiación a mas largo plazo. Tienen frecuencia mensual y vencimiento a tres meses. Se realizan por subasta estándar, con el objetivo de aportar financiación a mas largo plazo a las entidades del sistema.

Otras operaciones a destacar son las de ajuste. Se realizan de forma ad-hoc para gestionar la liquidez del sistema y controlar los tipos de interés. Son especialmente importantes para suavizar los efectos en los mismos producidos por las fluctuaciones de la liquidez del mercado.

2) Facilidades permanentes:

El objetivo de las mismas es proporcionar y absorber liquidez a un día, así como controlar los tipos de interés en dicho plazo. Existen básicamente dos facilidades, una de crédito y una de depósito.

La primera permite captar liquidez contra activos de garantía. No existen, en principio, restricciones, mas que las delimitadas por las garantías.

La segunda, no tiene límites, y es una forma usada para depositar el exceso de liquidez del sistema bancario. Su remuneración suele constituir el mínimo para el tipo de interés a un día.

3) Coeficiente de caja:

Se aplica a las entidades de crédito del área del euro. Tiene como objetivo crear o aumentar el déficit estructural de liquidez. Se remuneran estos depósitos al tipo de interés de las OPF.

CAPITULO III

LAS ACTUACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL

“El Banco Central Europeo sólo tiene una aguja en su brújula, la de la estabilidad de precios”

Jean Claude Trichet (Ex presidente del BCE)

Una vez presentado de forma breve el camino hacia la actual crisis financiera y sus particularidades, así como también una concisa explicación del sistema elegido para desarrollar e implementar las políticas monetarias en el conjunto de los países cuya moneda es el euro, debemos abordar en profundidad las actuaciones que ha desarrollado el BCE durante los años de crisis. Para realizar esta tarea, creemos óptimo hacerlo de forma cronológica, abordando por tanto los hechos y las reacciones a los mismos, durante los cinco años que acumulamos de dificultades económicas, nacidas con la ruptura del mercado de hipotecas de alto riesgo norteamericano.

Para conseguir este objetivo, dividiremos el capítulo en seis partes. Las cinco primeras efectuarán una descripción de lo sucedido y lo realizado por el BCE entre los años 2007 y 2011, utilizando una para cada año en cuestión, y por último haremos una breve reseña de la actualidad y lo que pueda sobrevenir en tiempos futuros.

3.1) CRECIMIENTO Y TURBULENCIAS...

“si los bancos (...) sufren pérdidas en sus créditos y hay incertidumbre acerca de donde están localizadas (...) el mercado interbancario puede paralizarse y podemos sufrir una crisis financiera en toda regla”

Raghuram Rajan (2005)

Ex consejero económico del FMI

El año 2007, empezó como uno más de los últimos cuatro a los que se había enfrentado el Eurosistema. El entorno económico se solía clasificar como sólido y con una fuerte expansión del crédito. Los precios según los bancos centrales más importantes, tenían cierto riesgo de subir por lo anteriormente comentado, sumado a que las materias primas estaban incrementando sus precios en los mercados. Tanto las energéticas como las agrícolas sufrían un impulso importante en sus cotizaciones.

Con este entorno, y habiendo cerrado la Euro-Zona el año 2006 con una inflación media de 2.2%, un poco por encima del objetivo del Banco Central Europeo, este determinó en la reunión de marzo subir 25 puntos básicos el tipo de interés oficial. Superados tres meses, el BCE volvió a mostrar su voluntad de hacer una política más restrictiva en materia monetaria, incrementando en junio del 2007 otro cuarto de punto el tipo mínimo de la puja de las OPF. Así las cosas, situó dicho tipo de interés en el 4%.

De esta forma, transcurrió el primer semestre de año, bajo una relativa calma y trabajando para conseguir el objetivo de controlar la inflación. Sin embargo, a mitad del verano europeo, saltaron las alarmas del sistema. El segmento de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos venía mostrando problemas serios. Los mismos aparecían por el lado del incremento de la morosidad y por tanto, de las ejecuciones. Como comentamos en el capítulo I, la profundidad de la cuestión era realmente complicada de valorar, por los efectos de las innovaciones financieras reseñables como las titulizaciones y todo el compendio de seguros de impagos que existía. Además, la burbuja creada parecía realmente espectacular, dado que la expansión crediticia de los años precedentes era muy elevada, pero muchos de los participantes del sistema seguían creyendo en las valoraciones de los activos, y por tanto en la cobertura del alto apalancamiento universal. Lamentablemente, las noticias empezaron a llegar paulatinamente y la situación comenzó a mostrar un cariz preocupante. Por citar algún hecho reseñable, el 18 de julio del 2007, Bear Stearns (banco de inversión y bróker de valores, actualmente quebrado) reconocía lo que hasta el momento era impensable: que los inversores perderían el dinero de dos de sus hedges funds en problemas. La culpa se la achacaban a la situación de la pérdida de valor de los tramos seguros (Triple A) de las titulizaciones cuyos subyacentes eran hipotecas sub prime. El colapso se había producido por los reembolsos elevados de los partícipes de los fondos y el incremento de garantías solicitados por los prestamistas. Todo esto obligaba a vender los activos, en un momento en el que no había demanda.

La desconfianza emergía y como pronosticaba la cita que encabeza el capítulo, si esto pasaba “el mercado interbancario podía paralizarse”. No se hizo esperar este hecho, y el 9 de agosto del 2007, se produjo el hecho que el BCE en su reporte anual calificó como el día más difícil para ejecutar la política monetaria desde la introducción del euro. El banco galo BNP Paribas emitía el siguiente comunicado:

“La desaparición de cualquier transacción en ciertos segmentos del mercado de la titulización en Estados Unidos, lleva a una ausencia de precios de referencia y a una falta de liquidez casi total de los activos que forman parte de las carteras de los fondos, sea cual sea su calidad o rating. Esta situación ya no permite establecer una valoración justa de los activos subyacentes y así calcular un valor liquidativo para estos 3 fondos.

Para preservar el interés y la igualdad de los inversores en estas circunstancias excepcionales, y en conformidad con la legalidad en vigor, BNP Paribas Investment Partners ha decidido suspender temporalmente el cálculo del valor liquidativo y, por consiguiente, las suscripciones/reembolsos de los fondos siguientes

- Parvest Dynamic ABS, a partir del 7 de agosto de 2007, a las 15 horas (hora de Luxemburgo)
- BNP Paribas ABS Euribor y BNP Paribas ABS Eonia, a partir del 7 de agosto de 2007, a las 13 horas (hora de París)

La valoración de estos fondos y las suscripciones/reembolsos empezarán de nuevo en cuanto los mercados en cuestión tengan volúmenes de transacciones que permitan determinar precios de referencia.”

Fuente: Pagina web de BNP Paribas

A partir de este momento se desataba el pánico y el mercado monetario se quedaba sin liquidez. Ante este hecho el BCE decidió actuar con rapidez inyectando 95 mm de euros al tipo oficial del 4% con vencimiento de un día. Los días posteriores continuó haciendo este tipo de operaciones aunque con cantidades decrecientes. Además de esto, en semanas y meses posteriores se ejecutaron operaciones de financiación complementarias a más largo plazo y operaciones de ajuste. También para garantizar la liquidez en dólares, se desarrollaron operaciones de financiación en esa moneda.

Gracias a todas estas medidas el Banco Central consiguió estabilizar el tipo de interés a un día, para situarlo por término medio próximo al oficial, aunque como es lógico se incremento la desviación típica del diferencial del EONIA.

Como se comentaba anteriormente, el BCE realizo Operaciones de Financiación a Plazos Más Largos (OFPML) complementarias. Las mismas se liquidaron en agosto y septiembre, pero se tuvieron que renovar por lo que el saldo vivo de las mismas a finales del 2007 era de un 80% más que a inicios de agosto de 2007.

Respecto a las operaciones de ajuste, es interesante destacar, con el objetivo de comprobar las tensiones en la gestión de la política monetaria, que antes de agosto se habían realizado seis y después del mismo se hicieron dieciocho. En total fueron veinticuatro operaciones ad hoc tendentes a inyectar y absorber liquidez. Un número importante si se tiene en cuenta que desde 1999 al 2006 tan solo se habían ejecutado treinta y una.

En lo que refiere a las operaciones para certificar la existencia de liquidez en dólares, el BCE estableció un acuerdo de divisas reciproco (línea Swap) en relación con la operación de financiación a plazo en dólares (Term Auction Facility) de la Reserva Federal.

Respecto al tipo oficial de interés marcado en las reuniones del BCE, la institución europea decidió mantenerlo sin variación, una vez que lo había subido hasta el 4%, para recopilar y valorar la información que se iba manifestando con el transcurso de los acontecimientos. Además, a pesar de las turbulencias en los mercados, el final de año dejaba preocupación en los riesgos de inflación, puesto que las materias primas seguían subiendo, se habían producido subida de impuestos indirectos no esperadas y se podía esperar un crecimiento salarial mayor por las presiones en precios existentes.

Por último, el BCE se anticipó a la situación de menor liquidez habitual en el mercado monetario de finales de año (por cuestiones de balance de las entidades bancarias), y supuso correctamente que en el 2007 podía ser más acusada. Por todo esto, el 30 de noviembre tomo medidas especiales. Prorrogó el vencimiento de las OPF adjudicadas el 18 de diciembre de una a dos semanas. Además de satisfacer todas las pujas presentadas.

En suma, el 2007 fue el año en el que las evidencias y los rumores nacidos en el 2006 sobre los problemas en el segmento de las hipotecas de alto riesgo, se hicieron patentes y se manifestaron en los mercados monetarios. No obstante, el BCE a través de múltiples instrumentos, consiguió aliviar las tensiones presentadas y mantener los tipos de interés marcados en mercado próximos a los fijados según el tipo oficial. Además, por los riesgos de inflación percibidos lo subió del 3,5% al 4%. Mientras tanto, la Reserva Federal, también actuó aportando liquidez al sistema para evitar la paralización, pero demostró una mayor dedicación en evitar la parálisis económica mediante la bajada de tipos de interés. Quizá, por el doble objetivo, o parafraseando a Trichet, porque la FED tiene dos agujas en su brújula –una que apunta a la inflación y otra al pleno empleo de los factores–, decidió recortar los tipos en más de un punto porcentual, basándose en el enfriamiento de la economía y en la estabilidad de la inflación subyacente (aquella que excluye la energía y los alimentos frescos).

3.2) DE LAS TURBULENCIAS AL ATERRIZAJE DE EMERGENCIA

“el sábado 13 o el domingo 14 de septiembre de 2008 sucedió una especie de revelación: el cuarto banco de inversiones más importante de Estados Unidos estaba al borde del colapso y no había nada que se pudiera hacer para salvarlo.”

Noticias BBC

El 2008 fue definido claramente en el reporte anual del BCE con una sucinta frase que afirmaba: “el año puede dividirse en dos partes”. Como cita la noticia extraída de la BBC, el fin de semana previo al 15 de septiembre de 2008 fue, probablemente, el más complicado de la historia de Wall Street, y por ende, de la Reserva Federal y del Tesoro de los Estados Unidos de América. Quizá, abusando de la distancia y los datos que el tiempo nos va aportando, podríamos afirmar que aquel hecho no solo separó el 2008 en dos, sino que también produjo un antes y un después en la economía capitalista moderna, posterior a la segunda guerra mundial. La fuerte crisis sistémica actual tiene como hito más destacable aquella caída del banco de inversión, y de momento no podemos afirmar que esté superada, por lo que en el futuro incluso podría tener mayor relevancia este hecho.

Con el objetivo de tratar la información como planteaba el mismo BCE en su reporte, también asumiremos el fraccionamiento del año en estudio, de forma tal que

presentaremos las actuaciones del Banco Central en la “Era” Pre-Lehman y posteriormente en la Pos-Lehman.

El comienzo de 2008 se enmarcaba dentro de un período de permanencia de turbulencias financieras. Las noticias sobre la evolución del riesgo proveniente de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos seguía aportando volatilidad a los mercados. Sin embargo, las presiones inflacionistas se incrementaban durante el recorrido del primer semestre, cimentadas por la rápida subida de los precios de las materias primas. En términos interanuales y medidos por el IAPC, el incremento de precios pasaba del 3.2% de enero al 4% de julio. Recordando que el objetivo marcado por el BCE era del 2%, este hecho parecía mostrar una cierta necesidad de tomar medidas por parte de la institución europea. Además, el análisis monetario mostraba un ritmo de crecimiento amplio del agregado monetario. Con todos estos datos, el BCE decidió en julio elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del 4% al 4.25%. Mientras tanto, al otro lado del Océano Atlántico, la Reserva Federal llevaba un descenso de tipos de interés muy agresivo, los cuales ya acumulaban un 2% de caída. Esta divergencia entre Bancos Centrales parecía poner de relieve que alguno de los dos no caminaba en la dirección adecuada. En una economía con niveles tan altos de globalización era de extrañar que los efectos de una no pasaran a la otra y al contrario, por todo esto parecía razonable que las políticas monetarias no fueran tan dispares. El tiempo y los hechos parecen haber penalizado la subida de tipos del 2008 del BCE, incluso ciertos analistas han tildado a esta actuación como uno de los grandes errores del Banco Europeo en su corta historia. En un artículo, el economista jefe de InterMoney (Jose Carlos Díez) afirmaba: “En julio de 2008, el BCE cometió un error histórico subiendo los tipos de interés cuando la economía europea ya estaba técnicamente en la peor recesión de los últimos setenta años”. En esos tiempos el que era Presidente de Francia, Nicolas Sarkozy, se preguntaba públicamente si era razonable tener los tipos en el 4.25% cuando USA los tenía en el 2%. No obstante, es importante destacar que los hechos posteriores superaron todas las estimaciones, incluso las más negativas, y que a tenor de la realidad económica y monetaria de julio de 2008 la subida de tipos de interés podría haber estado ciertamente justificada.

Al margen de las decisiones sobre el tipo mínimo en las operaciones principales de financiación, durante la “primera parte” del 2008 (de enero al 15 de septiembre), el BCE ejecutó otras decisiones para la correcta gestión de la liquidez. De forma global, la propia entidad la definió como continuista con las actuaciones desarrolladas desde agosto del 2007. Básicamente, la tarea se centró en mantener los niveles de liquidez óptimo para evitar que las turbulencias financieras “disparasen” los tipos de interés marcados en los mercados monetarios. Respecto a la provisión de liquidez, el BCE incremento la oferta a comienzos del período y la fue reduciendo hacia el final. De esta manera, consiguió que las entidades del Eurosistema cumplieran con las exigencias de reservas algo más pronto sin modificar la liquidez media del periodo. Esto fue una preferencia de las entidades financieras a causa de la elevada incertidumbre y el volumen de actividad decreciente (sobre todo en el segmento de largo plazo). Además, el BCE efectuó diversas operaciones de ajuste con el objetivo de aproximar los tipos de interés de corto plazo al tipo oficial determinado por la institución.

Asimismo desarrolló operaciones de financiación a plazos más largos complementarias. El saldo vivo se mantuvo inalterado prácticamente durante el período, manteniendo así el dato del 60% marcado en enero de 2008 (el doble respecto a julio 2007). El 7 de febrero, decidió renovar las dos operaciones complementarias a 3 meses introducidas en el 2007, para normalizar el mercado monetario. Al mismo tiempo, aumentó el vencimiento medio, llevando a cabo OFPML a 3 y 6 meses. Por último, en marzo se tomó la decisión de ejecutar operaciones adicionales, las cuales se renovaron durante 2008 a su vencimiento.

Finalmente, en lo que respecta a la financiación en dólares, el BCE renovó la línea swap con la Reserva Federal (constituida en 2007) en enero del 2008. Posteriormente, en el mes de febrero, no se desarrollaron más operaciones de este tipo a causa de la escasa demanda. Transcurridos unos meses, las tensiones en determinados mercados monetarios, requirieron de la cooperación del BCE y la FED para que las entidades del Eurosistema se financiaran en dólares, por lo que en julio del 2008, se firmó un acuerdo de ampliación de las facilidades en dicha divisa.

Esto fue lo realizado por el Banco Central Europeo antes del hito que partió la historia de la economía capitalista de las últimas décadas en dos. El 15 de septiembre de 2008 fue el día en el que Lehman Brothers, con 158 años de historia y un potencial que le valía para ser el cuarto banco de inversión de U.S.A. decidió acogerse al capítulo 11 de la ley de quiebras de ese país. El “stress” producido en los mercados aquel día y los sucesivos fue máximo. Por aportar algún dato contundente, podemos recordar que las acciones de Bank Of America abrieron el día 15 en 28,23 dólares, para acabar la sesión en 26,55 y abrir el día 16 de septiembre en 25. Esto suponía una del 12% en una jornada. De forma más representativa, el SP500 (índice de la bolsa americana que engloba 500 compañías) abría en 1250 puntos, cerraba en 1204, y el día 16 sufría un importante gap de apertura que lo tumbaba hasta los 1183 enteros. En consecuencia, la bolsa sufría una pérdida media próxima al 6%. Numerosos activos se sumaban al hundimiento de los precios. Algunos de ellos eran las materias primas. Las mismas cotizaban con caídas el hundimiento de las expectativas de consumo. Por supuesto que el petróleo no era ajeno a ello, cuyo precio osciló desde los 100 dólares el barril en enero hasta los 150 de julio, rematando el año en 40. Esto tuvo una consecuencia inmediata que obligó a cambiar de rumbo la política monetaria del BCE. La inflación de diciembre medida por el IAPC alcanzó el 1,6% interanual. Recordando que en julio había tocado un pico del 4%, se evidenciaba que los precios repercutían la caída de las materias básicas. A esto se sumaba, las tendencias monetarias a la baja, las distorsiones y escasez de liquidez en determinados segmentos del mercado monetario. En definitiva, las turbulencias habían acabado como algunos habían previsto en el 2005 con un fuerte e imprevisto “aterrizaje de emergencia”. En medio del fuego producido por el mismo, los bancos centrales tuvieron que cumplir el rol de bomberos de último recurso para evitar o al menos contener el incendio causado.

En materia de fijación del precio del dinero, el 8 de octubre los principales bancos centrales efectuaron una actuación conjunta que constó de una reducción de tipos de interés oficiales de 50 puntos básicos. Posteriormente, en noviembre, el BCE decidió continuar con el proceso de relajación monetaria comenzado el mes anterior y rebajo otros 50 puntos. Finalmente, en diciembre realizó un recorte de 0.75% al tipo mínimo de las pujas. En resumen, en un trimestre el banco central, rebajó el tipo de interés

desde el 4.25% hasta el 2.50%. Mientras tanto, los costes del aterrizaje de emergencia, ascendían a un decrecimiento del PIB de la zona del euro del 0.2% intertrimestral en el tercer trimestre y 1.5% en el último del año. Al mismo tiempo se detectó un endurecimiento en las condiciones de financiación y por ende una moderación en el ritmo de expansión monetaria.

Como es natural, las actuaciones del BCE no se acotaron al movimiento del precio del dinero, sino que, para relajar los mercados monetarios, tuvo que desarrollar numerosas medidas menos habituales.

En primer lugar, salió a socorrer a las contrapartidas del Eurosistema en materia de liquidez de corto plazo, puesto que en el mercado monetario costaba obtener financiación. Por tanto, realizó todas las operaciones principales de financiación desde el 15 de octubre hasta el 20 de enero de 2009, a tipo fijo con adjudicación plena. El único objetivo era suministrar la liquidez necesaria. Este incremento de oferta, alivió las tensiones en el mercado monetario y consiguió una disminución importante en el diferencial entre el tipo de interés oficial y el EONIA.

En segundo lugar, el BCE decidió reducir las bandas de tipos de interés utilizadas en las facilidades permanentes. El 8 de octubre, determinó reducir el spread entre las de depósito y las de crédito de 200 puntos básicos a 100. De tal forma, que quedaban fijadas: facilidad de crédito OPF+0.5% y facilidad de depósito OPF-0.5%. Esto producía un sustantivo abaratamiento en la labor de intermediación del banco central y por tanto facilitaba la gestión de liquidez a las entidades financieras.

En tercer lugar, se renovaron las OFPML complementarias existentes y se ejecutaron nuevas. Durante cada período de mantenimiento se ejecutaron cuatro. De esta forma a finales del 2008, el porcentaje por importe adjudicado de las OPF representaba el 28% del total, mientras que el 72% restante se debía a las OFMLP, las complementarias y las especiales.

La cuarta medida adoptada se refirió a la financiación en divisas. De forma breve, el BCE inyectó liquidez en dólares y francos suizos. En la primera divisa, hay que advertir que las tensiones en los mercados monetarios se incrementaron en septiembre de forma sustancial. Los tipos cotizados para depósitos en dólares alcanzaron el 10%. Además, la liquidez en swap de divisas era inusualmente baja. Por ende, la financiación en dólares para entidades no americanas se complicó en demasía. El Banco Central desarrolló operaciones de provisión de liquidez a uno y siete días, a la par que incrementó las cantidades ofertadas. En lo que atañe a las operaciones en franco suizos, también hubo un notable incremento de los tipos en los mercados monetarios, de tal forma que el BCE y el SNB (Swiss National Bank) decidieron ejecutar provisiones de francos al Eurosistema a precio fijo y con importes máximos determinados por dichas entidades.

Por último, se decidió incrementar la lista de activos admitidos como garantías. Si bien, esta era amplia, y eso aportaba estabilidad al Eurosistema, el 15 de octubre, se determinó que a partir del 22 de dicho mes, se bajaba la exigencia de calidad de rating del activo en cuestión de "A-" a "BBB-", salvo bonos de titulización. Asimismo, empezó a aceptar certificados de depósitos no cotizados en mercados regulados. El 14 de noviembre, continuando con esta tendencia establecida, comenzó a aceptar renta fija

negociable emitida en la zona del euro por emisores establecidos en el Espacio Económico Europeo, pero nominada en dólares, libras y yenes. Todas estas ampliaciones, tuvieron como contrapartida un aumento de las medidas de control del riesgo al conjunto ampliado de activos para cumplir con la obligación estatutaria tendente a proteger el balance del BCE.

En resumen, el comienzo del 2008 continuó con unas turbulencias que poco a poco se fueron intensificando hasta forzar a la economía a un tremendo aterrizaje de emergencia. El 15 de septiembre se produjo el mismo, gracias a la caída del gigante de la banca de inversión americana Lehman Brothers. Hasta la misma, el BCE se mantuvo firme e incluso endureció la política monetaria por los temores a presiones inflacionistas y posteriormente la flexibilizó, bajando los tipos de interés oficiales en 175 puntos básicos en un trimestre. Asimismo, durante todo el año desarrollo OPF y OFPML con el objetivo de neutralizar las presiones en los mercados monetarios. Las mismas se intensificaron el cuarto trimestre. Además, se vio obligado a tomar medidas extraordinarias en los meses de octubre, noviembre y diciembre para aliviar las presiones de liquidez de la zona euro, tanto en moneda nacional como en divisa. En definitiva, el BCE consiguió mantener los tipos del mercado monetario próximos al oficial y drenar de liquidez al sistema de forma correcta, mas fue inevitable la entrada en recesión de la Eurozona a finales de año.

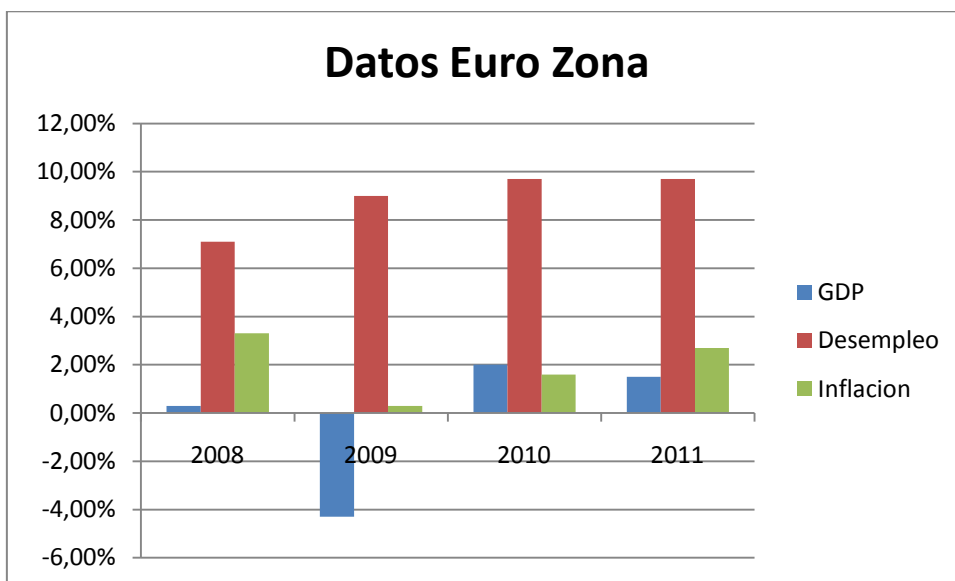
3.3) LA GRAN RECESION DEL 2009

“Solo cuando la marea baja se sabe quien esta desnudo”

Warren Buffet

Aproximadamente un trimestre después de la caída del gigante Lehman Brothers entró el año 2009. Sin duda, este vino marcado por el traslado a la economía real de los problemas y las turbulencias en los mercados financieros. El 2008 ya había sido un momento conflictivo y la recesión se había hecho un lugar en las economías desarrolladas. Sin embargo, el 2009 golpeó a la actividad económica de forma contundente. Al margen de los datos, se puede observar estas dificultades en frases pronunciadas por el propio BCE, que calificó la situación de “grave recesión económica”. Probablemente, el problema no se ciñó sólo a unas fuertes contracciones de los PIB sino que ya se aventuró que la recuperación iba a ser -o mejor dicho-, es y sera tortuosa. Siguiendo la frase que abandera este apartado, parece claro que la marea bajo de golpe en el 2008 y sólo unos pocos estaban cubiertos...

Algunos datos que aportan un rápido análisis de lo expuesto en el primer párrafo son los presentados en el siguiente grafico:



3.1) Fuente: elaboración propia. Datos aportados por Eurostat. Variaciones % interanuales.

Como se puede observar el 2009 fue el año mas duro para la economía real. Se disparó el desempleo, el Producto Interior Bruto se hundió y la inflación estuvo en niveles muy bajos, casi amenazando con la deflación. Con todo esto, se puede apreciar la mejora sustancial en los años siguientes en todos los apartados salvo el empleo. En cualquier caso, es reseñable indicar que la mejora se debió en gran parte al apoyo de los bancos centrales de todo el mundo desarrollado a la actividad económica con políticas monetarias flexibles.

Anteriormente comentábamos que el BCE tildó esta situación económica de “entorno difícil” con “levedad en las presiones inflacionistas” y con una actividad económica marcada por una “grave recesión”. Además, en materia monetaria añadió que la expansión monetaria se desaceleró. El crecimiento del crédito y el agregado monetario amplio se redujo a los niveles más bajos desde el inicio de la Unión Monetaria.

Este escenario propició una aumento en la agresividad de la política monetaria del Banco Central. En lo que atañe a la gestión monetaria a través de la determinación de los tipos de interés oficiales, el BCE redujo el mismo 150 puntos en el periodo de enero a mayo, para luego mantenerlo en el nivel alcanzado del 1%, hasta finales de año, dado que el segundo semestre se detectó “cierta estabilización en la actividad económica”. Esto se hizo progresivamente, de forma tal que bajo en enero 50 puntos básicos, en marzo otro tanto y posteriormente hizo recortes en abril y mayo de 25 enteros. El resultado de esta actuación fue que los tipos de interés quedaron en mínimos históricos desde la introducción del euro.

Asimismo el BCE se vio obligado a tomar otras determinaciones y llevar a cabo actuaciones no convencionales, con la premisa de hacer una correcta gestión de la

liquidez y mantener los tipos marcados en el mercado monetario próximos a los oficiales.

Por todo esto, desarrolló un programa de “refuerzo del apoyo al crédito”. El mismo contenía diversas medidas no convencionales que se pueden resumir en:

- 1) Provisión de liquidez ilimitada a interés fijo en todas las OPF.
- 2) Aumento del plazo máximo de vencimiento de las operaciones de financiación desde tres meses (antes de la crisis) hasta un año
- 3) Mantener la ampliación de activos aceptados como garantías aprobada en 2008
- 4) Provisión de liquidez en divisas
- 5) Compras simples en el mercado de bonos garantizados.

Respecto a las OPF, se llevaron a cabo múltiples OPF así como OFPML, como ya se había realizado en 2008. No obstante en 2009 se hicieron todas con adjudicación plena, por lo que el saldo vivo lo determinó la demanda. En concreto, en el caso de las de “plazo más largo” se llevaron a cabo tres con vencimiento a un año. Estas actuaciones fueron muy demandadas, tal es así, que a 31 de diciembre, el 82% del saldo total de las operaciones de financiación correspondía a las operaciones con el vencimiento anteriormente comentado. Según el análisis del Banco Central, se tomó prestado un exceso de liquidez durante todo el año por los temores y las incertidumbres reinantes. Esto luego se depositaba en el Eurosistema. El coste que supuso la diferencia entre las facilidades de depósito y el tipo fijo de las OPF, el BCE lo estima como una “prima” pagada por un “seguro de liquidez”. Asimismo, el Banco Central efectuó operaciones de ajuste ad-hoc el último día del periodo de mantenimiento para absorber liquidez. Con este tipo de operaciones, consiguió (a pesar del mantenimiento de las turbulencias en los mercados monetarios) mantener los tipos de los mercados interbancarios en línea con el oficial.

En cuanto a las facilidades permanentes, el BCE había retornado el diferencial depósito-crédito a 200 puntos básicos el 18 de diciembre del 2008, sin embargo, en mayo del 2009 decidió reducir el mismo a 150 puntos. De forma tal que, dado el tipo mínimo de las OPF, el de depósito lo dejó en 0.25% y redujo el de crédito a 1.75%. No obstante, a medida que avanzó el año esta última opción se fue utilizando cada vez menos por el mejor comportamiento del mercado interbancario.

La provisión de liquidez en divisas se mantuvo vigente, dado que la dificultad para acceder a financiación en dólares fue todavía alta. Por tanto, se mantuvieron las subastas con tipo fijo y adjudicación plena. También continuó suministrando liquidez en Francos Suizos con la cooperación del SNB.

Por último, es destacable comentar la actuación no convencional del BCE que significaron las compras simples en el mercado de bonos garantizados. El objetivo fue estimular las emisiones, hecho que se consiguió así como reducir los spreads entre los rendimientos de los bonos y los tipos swaps, lo cual (ayudado por la cierta calma que paulatinamente arribó a los mercados financieros) también se alcanzó. Básicamente las actuaciones del Banco Central se centraron en el mercado secundario, aunque un 24% se efectuó en el primario.

Como conclusión, podemos afirmar que el 2009 fue el peor años desde la era Pos-Lehman para la actividad económica mundial. Esto incentivó al BCE a tomar decisiones agresivas en materia monetaria. Sin la presión de unos datos de inflación altos, el Banco Central optó por bajar los tipos con decisión y de forma considerable, asimismo se atrevió a desarrollar otras medidas no convencionales que ayudaron a la gestión de la liquidez y la estabilidad del sistema bancario. En cualquier caso, en los años siguientes se demostraría que la caída del 2009 no pudo ser remontada rápidamente porque, al parecer, los participantes del sistema (tanto bancos, empresas, familias como estados) estaban más descubiertos de lo previsto.

3.4) SOBERANO “CRASH”

“El euro quizá no sobreviva a la crisis griega”

George Soros, 1 de marzo de 2010

Después de la Gran Recesión del 2009, la actividad económica empezó a retomar unos niveles más aceptables. No obstante la mejora que apareció en ese apartado se fue esfumando a medida que entro el 2010 gracias al autentico Crash que vivieron las deudas soberanas. Tal fue así la situación, que el “sentir del mercado” lo reflejaba Soros de forma lapidaria en la frase que encabeza el apartado. De forma breve y cronológica, podemos hacer la siguiente lista con hechos determinantes del “desastre griego”:

- 1) 12 de enero de 2010: El gobierno de Papandreu reconoce errores en las cuentas públicas del 2008 y 2009, elevando el déficit desde el 5% al 7.7% y desde el 3.7% al 12.7% del PIB respectivamente. En ese mismo momento la Comisión Europea estudia poner bajo supervisión directa al país por los fallos en las estadísticas.
- 2) 4 de febrero de 2010: se producen caídas records en las bolsas de los países periféricos por temor al efecto contagio de la “crisis griega”
- 3) 11 de febrero de 2010: existe un primer acuerdo entre Francia y Alemania para “rescatar” a Grecia
- 4) 15 de febrero de 2010: se hace público que bancos como Goldman Sachs ayudaron a Grecia a “esconder” deuda pública para el ingreso en la Unión Monetaria
- 5) 9 de abril de 2010: Fitch deja el rating de Grecia al borde del bono basura
- 6) 22 de abril de 2010: la UE rectifica a Atenas y eleva el déficit del 2009 del 12.7% al 13.6% de su PIB
- 7) 27 de abril de 2010: la calificadora S&P sitúa a Grecia como “bono basura”
- 8) Mayo 2010: se acuerda el rescate por parte de la Eurozona y el FMI

En efecto Grecia fue la que disparó los temores sobre la sostenibilidad de las deudas públicas, añadiendo además el componente de engaño que presentó en sus datos. Pero no es menos cierto, que la rápida propagación al resto de los países periféricos, no solo se debió a la inutilidad por parte de los líderes políticos europeos para “rodear” a Grecia y evitar la extensión del caos, sino también a las desastrosas gestiones del dinero público efectuado por las distintas soberanías nacionales en años pasados.

En cualquier caso, el efecto inmediato de lo descrito fue lo que el BCE explico como “tensiones muy agudas” en la renta fija soberana, y que a la postre, se reflejó en unos fuertes incrementos de la prima de riesgo. Esto ultimo significó que el endeudamiento de los países periféricos comenzó a crecer casi sin parar, trayendo consecuencias muy negativas. Estas últimas no solo repercutieron en el aumento de los costes medios de la deuda para los presupuestos nacionales sino que tuvieron una consecuencia importante en el proceso de transmisión de la política monetaria marcada por el BCE. Este hecho fue el que obligó a la institución europea a actuar en ese segmento de mercado. La ilustración de los problemas que generó la falta de profundidad y liquidez y por tanto la disfuncionalidad en los mercados de deuda, se resume en tres inconvenientes:

- 1) Los tipos que se marcan en los mercados de deuda pública son claves para determinar el interés que pagan los bonos y obligaciones las sociedades financieras y no financieras del país al que pertenecen. Por tanto, ante las perturbaciones existentes los tipos de corto plazo que marcaba el BCE no se trasladaban adecuadamente a plazos más largos, afectando así a las decisiones de hogares y empresas.
- 2) Los precios más bajos de la renta fija (a causa de los tipos más altos) generaban pérdidas en las carteras de las entidades financieras, como consecuencia el riesgo de que estas otorgaran menos préstamos para proteger su balance se incrementaba.
- 3) La baja liquidez del mercado de deuda pública limitaba el uso de bonos como garantía en operaciones de financiación y por ende dificultaba la dación de créditos por parte de las entidades financieras a la “economía real”

El ataque especulativo sobre las deudas públicas fue muy fuerte. Los diferenciales de deuda respecto al bono a 10 años alemán se dispararon de forma extraordinaria sumiendo a la Zona Euro en un autentico Crash del mercado de deuda pública. Datos que demuestran esta situación son cifras tan alarmantes como las siguientes:

- 1) Grecia: la prima de riesgo del país heleno paso de 250 puntos básicos en enero de 2010 a casi 1000 puntos en mayo. Esto último hacía inviable el acceso a los mercados del país mediterráneo.
- 2) Italia y España: fueron casi “unidos” en el encarecimiento de los costes de financiación. El spread respecto al bono diez años alemán se duplico de enero a mayo, superando los 100 puntos.
- 3) Irlanda y Portugal: en mayo de 2010 rompieron los 300 puntos básicos en su prima de riesgo. De esta forma veían multiplicado por más de tres unidades sus datos de enero del mismo año.

Así las cosas, el Banco Central Europeo definía una vez más al entorno como “muy difícil”, a la vez que admitía que “la primavera europea llegaba con renovadas tensiones en los mercados financieros”, aunque como punto positivo destacaba las perspectivas de inflación como “moderadas”.

Con este escenario, el BCE decidió mantener los tipos de interés mínimos de las OPF en el 1% (mínimo histórico hasta ese momento) con el objeto de apoyar la recuperación económica. Además, a principios de 2010 (y diciembre de 2009) cuando todo parecía tranquilizarse decidió retirar medidas no convencionales utilizadas durante el 2009. Por tanto tomó la determinación de que la OFPML con vencimiento a un año de diciembre 2009 fuera la última, a seis meses solo dejó una más para el primer trimestre de 2010 y las complementarias a tres meses también las dio por finalizadas. Adicionalmente, en febrero de 2010 hizo la última provisión de liquidez en divisas, y en junio acabó con el programa de adquisición de bonos garantizados. Pero, con la llegada de la conflictiva primavera europea las cosas giraron bruscamente. Una vez más, la institución que gobernaba Trichet se vio obligada a desarrollar un conjunto de medidas no convencionales. Algunas de las actuaciones más importante que desarrollo tendentes a una mejora en la aplicación de la política monetaria fueron:

- 1) Compra de deuda pública, limitada a mercado secundario. No fue un programa inflacionista por lo que el incremento de la liquidez por la adquisición de bonos se esterilizó a través de operaciones de reabsorción de ese exceso.
- 2) Suspensión de la aplicación del umbral mínimo de calificación crediticia exigible para activos de garantía a los bonos emitidos o garantizados por el gobierno griego
- 3) Reintroducción de medidas no convencionales, tales como subastas con tipo fijo y adjudicación plena a 3 meses o la provisión de liquidez en divisas.

En definitiva, el BCE tuvo que readaptar su idea de comienzo de año a un entorno de alta dificultad para intentar que la política monetaria marcada por la decisión de tipos de interés alcanzase los objetivos determinados.

Como conclusión, podemos indicar que el Banco Central Europeo alentó el crecimiento económico, manteniendo unos tipos de interés bajos, aprovechando las nulas presiones inflacionistas. Al mismo tiempo, tomó decisiones no convencionales para normalizar el comportamiento de los distintos segmentos de mercado, incluido el de deuda pública soberana.

3.5) CUATRO AÑOS DESPUES Y SIN RESOLUCION APARENTE...

“Lo que un día parecía el final de la crisis, se demostraba al siguiente que solo había sido el comienzo. Nada más apropiado para aumentar al máximo los sufrimientos, y para lograr que a las desventuras comunes escaparan las menos personas posibles”

John Kenneth Galbraith (sobre los años posteriores a la crisis de 1929)

Si nos viéramos obligados a definir el año 2011 en una frase, sería apropiado denominarlo como un año continuista de una situación que de por sí era (citando al BCE) “extremadamente difícil”. Con cierto tinte de consuelo, podemos afirmar que la situación vivida en los años posteriores se asemeja a la de otras crisis importantes. Como refleja “El Gran Crash del 29” de Galbraith (citado en el encabezamiento), cada año que pasaba posterior al Crash la idea que primaba era la de: este año salimos de la crisis. Pero en realidad lo que estaba emergiendo no era más que una nueva semilla de la misma. Exactamente esa situación sucedió (y sucede actualmente) con la ruptura del status de bonanza económica vivida hasta el 2007. Hemos oído hablar de “brotes verdes”, de “lo peor ya ha pasado” no solo en España sino a nivel global, no obstante cada teórica “salida” observada por expertos o por políticos, parece el inicio de nuevas dificultades.

El primer semestre del año en cuestión aparecieron ciertas presiones inflacionistas, apoyadas por el aumento del precio de las materias primas. Al mismo tiempo la actividad económica se encontró con una situación de “recuperación económica”, según el reporte anual del BCE. Los datos indicaban que el 2010 el PIB de la Zona Euro había crecido un 1,8% y que el primer semestre de 2011 la tendencia se prolongaba. Asimismo, la inflación llegó a alcanzar el 3% en septiembre, es decir que rebasó en un 1% el objetivo del Banco Central. Mientras tanto, el análisis monetario mostraba que la “liquidez monetaria era abundante” (BCE, 2011) lo que podía facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios. Con todo esto el BCE decidió subir los tipos de interés en 25 puntos básicos en abril y otro tanto en julio. Por tanto dejaba el “precio del dinero” en 1,5%. La decisión fue discutible como ocurrió en el 2008, pero en este caso, no hizo falta esperar que transcurriera tiempo para notar que quizá no había sido apropiada. De hecho, una vez que hubo un cambio en la presidencia del organismo (asumió Mario Draghi en el último trimestre del año, en sustitución de Jean Claude Trichet) una de las primeras decisiones que tomó la institución fue rebajar los tipos oficiales en 50 puntos básicos, retornando así al 1%. Mas cuando se tomó esta determinación la desaceleración era una realidad manifiesta y las presiones sobre precios se aligeraban. No obstante, cuando Trichet subió los tipos, eran muy pocas las voces que creían que la inflación causada por precios de materiales básicos podría ascender de forma continuada por efectos de segunda vuelta, dado que no tenía apoyo en la demanda por la maltrecha situación económica. Pero el entonces presidente del BCE aplicó la máxima que encabeza este capítulo y su aguja apuntó sólo a la “estabilidad de precios” con una prudencia exagerada y poco óptima para ayudar a la actividad económica.

Al margen de la discutida decisión sobre tipos mínimos en las subastas para las operaciones principales de financiación, el BCE se vio obligado, un año más, a tomar medidas no convencionales. Fundamentadas básicamente en las distorsiones de los mercados financieros, que tenían como consecuencia una mala transmisión de la política monetaria que el Banco Central pretendía establecer mediante la determinación de tipos. A partir del verano la situación se agravó peligrosamente y la transmisión arriba indicada perdió fluidez. Las tensiones en el mercado de deuda pública rompieron la barrera que parecía ceñirlas a Grecia, Irlanda y Portugal y se traspasaron a Italia y España. Rápidamente se puede comprobar este hecho observando el comportamiento de los diferenciales con el bono alemán a diez años. España en abril tenía un spread de 200 puntos que se incremento hasta superar los 500 puntos en noviembre. Por su parte, Italia desde los 150 puntos de abril llegó a más de 500 e incluso sobrepaso a España en ese momento. Una vez más, los miedos sobre la sostenibilidad de las deudas públicas y la ineptitud política para disiparlas con contundencia, acuerdos y hechos, mantuvo en jaque a la Eurozona. El BCE no pudo ser ajeno a estos hechos por las complicaciones que en su tarea aparecen cuando determinados segmentos de mercado se distorsionan hasta esos extremos. En consecuencia en agosto y diciembre de 2011 la institución que presidía Trichet y posteriormente Draghi, desarrolló un paquete de medidas no convencionales encaminadas a mejorar el funcionamiento de la política monetaria. El mismo se puede detallar en los siguientes puntos:

- 1) Reanudó las subastas con tipo de interés fijo y plena adjudicación hasta principios de 2012.
- 2) Reactivó el Programa para los Mercados de Valores de mayo de 2010. De esta forma el BCE volvía a comprar deuda pública en mercados secundarios de forma temporal. No obstante, esto no constituía una “ampliación de balance” por lo que la liquidez creada se reabsorbía en operaciones de absorción.
- 3) Ante la aparición de nuevos problemas para financiarse en dólares americanos, el Banco Central decidió hacer tres operaciones de inyección de liquidez en divisa dólar con vencimiento a tres meses
- 4) Retornó a las compras de bonos garantizados entre noviembre 2011 y octubre 2012
- 5) El 30 de noviembre disminuyó en 50 puntos básicos la financiación en dólares
- 6) El 6 de octubre realizó dos operaciones de financiación a plazos más largos, una a 12 meses y otra a 13.
- 7) El 8 de diciembre tomó medidas de apoyo adicionales al crédito para respaldar el préstamo bancario y la liquidez. Decidió realizar dos operaciones de financiación con vencimiento a tres años (reembolsables pasado el primer año si la contrapartida lo deseara). Para conseguir que se pudiera obtener la financiación deseada, el BCE bajo el umbral de calificación crediticia para las garantías en determinados bonos de titulización de activos y permitió usar préstamos al corriente de pago que cumplieran determinados criterios de admisión.
- 8) Por último, rebajó el coeficiente de reserva del 2% al 1%

Sin lugar a duda, todas estas medidas fueron de gran ayuda al mejor funcionamiento del sistema económico. Al mismo tiempo, incrementaron la credibilidad del BCE respecto a la lucha por el mantenimiento de la moneda única. De todas las medidas enumeradas es interesante destacar algunas que los “mercados” han tomado muy positivamente y que consideramos que habrá que avanzar para que se instaure la idea de que la Unión Monetaria no fue una ilusión breve y pasajera. En concreto, la compra de deuda pública para atajar los excesos especulativos de los mercados fue una buena determinación, mas su temporalidad y limitación no aportó toda la consistencia esperada. Asimismo, las medidas de apoyo al crédito que aportaron financiación a tres años de forma ilimitada fueron muy positivas, por un lado apoyaron la compra de deuda pública por parte de las contrapartidas, conteniendo por ende las primas de riesgo, además ayudaron a incrementar la solvencia de las entidades por el extenso plazo de la operación de financiación.

En resumen, el 2011 no trajo consigo la expansión económica esperada. Además las tensiones en los mercados financieros no dieron tregua. El BCE tomó medidas sobre los tipos de interés, incrementándolos para contener una inflación causada por “oferta”, que luego se diluyó paulatinamente y tuvo que rectificar con una rápida bajada a los niveles de comienzo de año. Asimismo, contribuyó a la estabilidad del sistema financiero con determinaciones no convencionales que aportaron fluidez al funcionamiento de la política monetaria.

3.6) MIRANDO AL FUTURO...

“Europa es mas fuerte que las dificultades que esta atravesando”

Durao Barroso, Presidente de la Comisión Europea

El futuro se presenta tan difícil o más que los cinco años que hemos pasado desde la ruptura del mercado sub-prime americano. La situación en la Euro Zona es lo suficientemente critica como para que se ponga en duda la continuidad del proyecto de la Unión Monetaria. Queremos creer que el pensamiento de Barroso citado al inicio será el que prevalezca y venza sobre cualquier otro, no obstante se hará imprescindible tomar determinaciones importantes en materia de unión fiscal, bancaria y monetaria. Todo esto supone la pérdida de soberanía nacional sin una contrapartida que este clara para todas las partes. Nadie duda de que la crisis actual es probablemente de las más importantes que ha pasado el sistema capitalista y que por ende la salida será más complicada, pero no es menos importante reseñar que ciertos aspectos que se manifiestan en Europa se deben a un problema más sociológico que económico. Quizá, la falta de sensación de pertenencia a un “Todo” que impera en la Unión esté siendo uno de los escollos más importantes para encontrar el bien común. Cuando cruzamos el Atlántico, observamos un país con grandes problemas económicos como Estados Unidos, el cual tiene en su interior estados en quiebra,

municipios arruinados y unas cuentas públicas globales de dudosa reputación, no obstante a nadie se le ocurre dudar de la existencia del dólar en el futuro. Esa observación que puede parecer menor, tiene consecuencias de gran peso en la vida económica. El inversor que quiere depositar un euro en países periféricos de la Unión Monetaria si no tiene la seguridad de recuperar su inversión en euros sencillamente preferirá no hacerla. De esta forma se evidencia la dificultad que tiene el sur de Europa para atraer inversores internacionales, así como para captar financiación por parte de los mismos para cubrir las emisiones de deuda pública emitida u otros tipos de empréstitos. En consecuencia, creemos que el primer objetivo que se deben marcar las autoridades políticas debe ser la de garantizar la supervivencia de la Moneda Unica, y por su parte el BCE tendrá que apoyar decididamente las condiciones que se marquen para conseguir la meta.

El camino a seguir para el Banco Central Europeo pensamos que sería asemejarlo a la Reserva Federal o al Banco de Inglaterra. Esto significaría, modificar su mandato, de forma tal que la situación actual en la que se expresa: “el objetivo primordial del BCE debe ser mantener la estabilidad de precios” y se añade que sin perjuicio de ello, el Banco Central apoyara las políticas económicas comunitarias, fuera sustituido por un modelo tipo FED que afirma en sus estatutos: *“The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy’s long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.”* La diferencia sustancial es que la institución europea hace un “ranking” con sus objetivos, mientras que la norte americana sitúa al mismo nivel el apoyo al crecimiento económico y la contención de la inflación.

Por otro lado, consideramos que en el futuro el apoyo a la estabilidad en los mercados de deuda pública de las distintas realidades nacionales de la Unión Monetaria debe ser mayor por parte del BCE. Esto requiere de cambios políticos importantes y probablemente de “mutualizar” la deuda europea, así como crear un tesoro común y un instrumento que emita la Unión para todos sus miembros. El resultado sería que países como Alemania que están pagando intereses negativos en financiaciones a 12 meses pagarían más por endeudarse, mientras que otros (como España o Italia) verían reducida de forma considerable los intereses que pagan por su deuda. Es evidente que esta realidad dificulta el camino. Asimismo, para conseguir llegar a esta meta habrá que desarrollar instrumentos de control de las políticas de gasto público y por ende ceder soberanía en materia fiscal. En cualquier caso, es reseñable indicar que de conseguir un instrumento de endeudamiento común para la zona Euro, sería más fácil para el BCE participar en el mercado de deuda pública para su estabilización, puesto que ahora mismo el apoyo de la institución a la deuda de un país u otro puede observarse como injusto desde aquellos que no son los “agraciados”. En definitiva, pensamos que esta medida sería lo suficientemente contundente como para que los “mercados” comenzaran a creer que la Unión Monetaria tiene un futuro que tiende al infinito.

Por último, estimamos importante cambiar el control de las entidades financieras del Eurosistema. De momento está centrado o atendido por los distintos Bancos Centrales Nacionales. Esta situación no parece haber funcionado correctamente. Dada la importancia que tiene este control para la estabilidad del Euro y de los países participantes en dicha moneda, creemos que esta supervisión debe dejarse en manos del BCE. Actualmente parece que esto será una realidad inmediata. Esto es realmente positivo y esperanzador para el futuro inmediato de la Eurozona.

CONCLUSIONES

El presente trabajo pretendió ahondar en las actuaciones del Banco Central Europeo para apaciguar la crisis financiera que nació en agosto del 2007, y que se fue desarrollando en los años anteriores. Así las cosas, decidimos dividirlo en tres partes. La primera de ellas abordó las causas más aceptadas de la crisis emergida y por ende las características que la configuran de forma preponderante. En segunda instancia, creímos oportuno analizar la personalidad del BCE, identificando sus operaciones habituales, así como el entorno en el que se creó, el resto de organismos de política monetaria que existen en la Zona Euro y demás particularidades de la entidad Europea. Por último, abordamos de forma concreta las medidas que el Banco Central presidido por Mario Draghi tomó para “atacar” la debacle financiera. Esto lo presentamos de forma cronológica para exponerlo más organizadamente.

Una vez estudiada la cuestión y presentada en su totalidad, entendemos que a modo de conclusión es oportuno destacar y desarrollar dos ideas, que sustantivamente deben quedar remarcadas en este texto, y dentro de ellas exponer los sub-apartados que consideremos de importancia también. La primera de ellas se puede resumir en una frase que sería la siguiente: el Gran Crash del 2007 es una crisis creada gracias al exceso de apalancamiento universal, público y privado, de unas dimensiones históricas. La segunda atañe al comportamiento del Banco Central Europeo. Se puede resumir en que a partir del “caos global” las medidas habituales, propias de la época de orden y progreso, ya no sirvieron. Por tanto, para el BCE empezó “La Era de las Medidas No Convencionales”.

1) EL CAMINO AL CRASH DEL 2007...

Tal como se desprende del análisis presentado sobre la crisis del 2007, el resultado de la “fiesta” del crédito fue una economía global sobre endeudada. Además el mismo se manifestó en todos los campos, tanto público como privado, y dentro de este último en las empresas y familias. Es conocido a nivel español que sus empresas y familias tienen una deuda superior a su PIB, mientras que los entes públicos están en el camino de alcanzarlo. Esta es una muestra aleatoria del conjunto del globo terráqueo que perfectamente sería exportable a múltiples economías tanto de la Zona Euro como ajenas a la misma.

Situamos las claves que a nuestro entender nos llevaron a esta situación de caos de deuda, porque considerábamos imprescindible para la comprensión de la situación y de las medidas que posteriormente el Banco central debió tomar.

Así las cosas, concluimos que la desastrosa situación del “pasivo” mundial se articuló en tres cimientos, cada uno de ellos más peligroso. A continuación los presentamos de forma individual, aunque por supuesto han trabajado juntos para obtener el desbarajuste de la economía global.

a. El dinero barato y, por ende, sus burbujas...

Hemos expuesto las causas que incitaron a dos de los Bancos Centrales más importantes, como son la FED y el BCE, a abaratar el precio del dinero en los años previos al 2007. Las dificultades económicas causadas en el caso americano por la

crisis de las Punto.com, a lo que se sumo el ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001, fueron la excusa de la Reserva Federal, gobernada en aquel momento por Alan Greenspan, para desarrollar una política monetaria fuertemente expansiva. Las bajadas de tipos oficiales alcanzaron los 550 puntos básicos en un breve periodo de dos años. Al margen de juzgar si esta política fue oportuna o no, lo que parece irrefutable son sus consecuencias, resumidas en una palabra muy usada al otro lado del Atlántico para describir la inflación de los precios de forma exacerbada "The Bubbles".

Mientras tanto, coincidía también la expansión monetaria en el Viejo Continente. Como concluimos en el capítulo I, el BCE y Europa en su conjunto se volcaron en la reactivación de las economías tradicionalmente fuertes de la Zona Euro. Decíamos que Alemania venia pagando la Reunificación y el crash de las tecnológicas, con el "congelamiento" de su PIB. Francia, corría la misma suerte. Al mismo tiempo, "los emergentes" europeos (España, Grecia e Irlanda fundamentalmente) vivían tiempos gloriosos para sus economías. El acceso a un mercado unificado tan importante como el europeo, sumado al descenso de los costes de transacción gracias a la Moneda Única, hacían presagiar tiempos muy buenos para estos países, y los inversores extranjeros estaban decididos a participar en ellos. Como consecuencia el BCE tenía una situación marcada por la bipolaridad antes descrita. En ese entorno el organismo europeo con sede en Frankfurt, decidió apoyar con contundencia el crecimiento del eje franco-alemán, bajando más de un 2% los tipos de interés en un periodo de 2 años. Esta actuación incentivo al mercado inmobiliario de los países que vivían el auge (como el caso español) y por tanto el precio de activos como los inmobiliarios comenzaron una escalada histórica.

En resumen, las burbujas sobre múltiples activos nacieron a ambos lados del Océano Atlántico como consecuencia del dinero barato, y como siempre en estos casos, dispararon las tasas de endeudamiento de las familias y empresas, las cuales se vieron obligadas a pedir importes más altos de créditos para acceder a los mismos.

b. El fordismo financiero

Toda gran crisis necesita de una gran innovación financiera, y este caso no podía ser una excepción. En los años 80' nació la titulización, pero su utilización se desarrollo con gran potencia a partir de la década del 2000. Como explicábamos en el capítulo I, efectuando una comparación antagónica con el Fordismo, se trata de un proceso de producción en serie con alta especialización de productos financieros. Sencillamente, quien otorga el préstamo, lo "saca" de balance a cambio de un nuevo ingreso de liquidez, normalmente empaquetado con otros créditos. En el medio de la cadena yacen las agencias de rating, quienes "ponen nota", a cambio de un honorario, al paquete en cuestión. Finalmente, existe un comprador del mismo que puede ser un Hedge Fund, un banco de inversión u otra entidad. A partir de ahí, puede haber más componentes, dado que los paquetes se pueden "re-empaquetar" con otros préstamos y así sucesivamente.

Esta "cadena de montaje" tiene dos problemas claros. En primer lugar, a nadie le interesa el Output (a diferencia de la idea Fordista, en donde es fundamental obtener un buen producto terminado). Una vez que cada eslabón vende el paquete en cuestión expulsa el riesgo de su balance y por tanto la suerte futura no es de alto interés. En segundo lugar, existen en la misma conflictos de intereses. El más claro es el que existe en la calificación de las Agencias de Rating. Estas cobran por calificar los paquetes de una entidad, que a su vez es la que quiere venderlo.

Por último, es importante destacar dentro del símil opuesto con la idea Fordista que hemos desarrollado, que tanto la titulización como la fabricación en serie de Ford,

revolucionaron el consumo. Crearon una clara expansión interclasista del mismo, con la diferencia de que la cadena de montaje de bienes reales consiguió ser sostenible en el tiempo, mientras que el “fordismo financiero” parece haber sido un espejismo con algo más de un lustro de duración. Apuntábamos anteriormente en el texto, y creemos que es importante adherirlo a la conclusión, que la titulización no es mala como tal, gracias a ella el prestamista absorbe recursos que le permite aumentar su liquidez para hacer su labor con mayor montante, y los prestatarios también se favorecen con ello. El problema, como casi siempre en estos casos, es el laxo marco regulatorio en el que se ha movido. Esto es lo que ha permitido que se vendieran paquetes de hipotecas sub-prime con altas calificaciones, que se fomentaran los préstamos malos para sacarlos de balance a la mayor brevedad y demás comportamientos dañinos para el sistema.

En conclusión, la capacidad de liquidez para prestar se disparó gracias a la titulización y las exigencias en la dación de préstamos se rebajaron hasta límites insospechados, con el único fin de otorgar créditos a quien fuera y como fuera. El resultado fue el esperado: tasas de endeudamiento muy altas y, para colmo, una gran parte del parque de deudores con gran riesgo de impago.

c. Desajustes estructurales macroeconómicos

En una ocasión el gobernador del Bank Of England, Mervin King, comentó que la crisis actual de deuda europea era una típica crisis de balanza de pagos. Es evidente que los desajustes permanentes que se crearon en los países de la periferia europea entre las importaciones y las exportaciones (a favor de las primeras) han obligado a financiar el déficit público de estos estados mediante el capital extranjero. Esta característica sobre la deuda de países como España, ha producido una oleada de ventas sobre la misma cuando la situación empeora. Esto es un hecho que se ha repetido en múltiples ocasiones y que parece inevitable que no vuelva a suceder. Las inversiones en manos foráneas tienen mayor volatilidad que las realizadas por el ahorro nacional (caso de la deuda japonesa), por ende, en momentos de dificultad económica los primeros desplazan sus capitales hacia sitios más seguros, disparando los costes de financiación de aquellos países que vendan su deuda al capital extranjero. El único remedio que se puede y se debería haber puesto a este hecho es fomentar el ahorro de los residentes del país y equilibrar la balanza de pagos para conseguir que la deuda del país esté en manos de, como diría el gobernador del Bank Of Japan Shirikawa, “las amas de casa”. Pero este desajuste permanente y casi estructural no se abordó en la periferia Europea. Tampoco se está haciendo ni se hizo en Estados Unidos, su impacto todavía no lo hemos sufrido de forma importante pero quizá si algún día lo veamos. Hay gran divergencia entre los economistas sobre el caos que puede generar, o no, la permanencia de este desequilibrio. En cualquier caso, más de un historiador asume como parte de las causas o añadiduras para la caída del Imperio Romano su gran déficit por cuenta corriente, sería interesante corregir estos desequilibrios en el país símbolo del sistema capitalista, para evitar tropezar con una piedra ya conocida.

Al inicio del párrafo pasado comentábamos los perjuicios que acarrearía tener la deuda del país en manos extranjeras, pero lo que no advertíamos era que esto se transforma en crítico por las enormes deudas públicas existentes. Este mal endémico se ha expandido de forma global y duradera en el tiempo. Es complicado encontrar economías que no abusen de la misma. En los países desarrollados, tenemos casos en que la deuda ya supera el 200% del PIB, como es el caso japonés, u otras con más del 100% como Alemania o Estados Unidos. Los constantes déficits públicos, así

como la estatización de la deuda privada cuando llegan las crisis cíclicas del capitalismo han disparado el pasivo de los estados. Quienes deben tomar medidas correctivas (los dirigentes políticos) son los primeros interesados en expandirlas, dado que el gasto público es un componente del PIB (por tanto cuanto más, aparentemente es mejor en el cortísimo plazo). Asimismo, un alto uso de recursos públicos ayuda al caudillismo político y a la actitud clientelar, además de elevar los egos de quien en un momento puntual de crecimiento puede (con mentalidad cortoplacista) sentirse creador de algún milagro económico.

En resumen los denominados “twin déficits”, son un mal que nos afectan en la actualidad a la mayoría de las economías europeas (sobre todo las periféricas). De forma tal, que cuando llegó el crash del 2007 y a medida que pasaron los años, nos encontramos con estados incapaces de reaccionar mediante la expansión fiscal y con costes de financiación pública en constante crecimiento. Esto último se traspasó al sector privado, como suele ser lógico en estos casos. De esta forma, el Banco Central Europeo se encontró con dificultades importantes para transmitir su política monetaria marcada por el tipo de interés mínimo de la puja de las operaciones principales de financiación.

2) EL BCE DESPUES DEL CRASH... LA ERA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

El banco Central Europeo comenzó a tomar decisiones en materia de política monetaria para el conjunto de la Zona del Euro en el año 1999. Hasta el 2006, tuvo una coyuntura lo suficientemente favorable como para marcar la senda de la política monetaria a través de la determinación del tipo de interés oficial. Una vez estipulado el mismo, los mecanismos de transmisibilidad funcionaron de forma adecuada. Sin embargo, a partir de agosto de 2007 se rompió el statu quo precedente y los problemas empezaron a afectar significativamente en varios segmentos de mercado. A modo de conclusión podemos afirmar que el BCE se ha visto obligado a tomar. Múltiples medidas no convencionales de política monetaria con el objetivo de:

- 1) Controlar los tipos de interés marcados en el mercado monetario
- 2) Apoyar la liquidez de las contrapartidas del Eurosistema
- 3) Dotar de divisas suficiente a las entidades financieras para afrontar los vencimientos en dólares, francos suizos y otras monedas foráneas
- 4) Reconducir situaciones adversas en los mercados de bonos garantizados y en el mercado secundario de deuda pública.

Al margen de esto, la dirección y las intenciones de la política llevada a cabo por la institución con sede en Frankfurt estuvo guiada por la determinación de tipo de interés mínimo de la puja de las operaciones principales de financiación.

Durante el capítulo III hemos hecho una descripción por años de aquello que el BCE fue realizando para afrontar cada situación. No obstante una vez confeccionado el análisis global, podemos concluir que muchas de estas medidas expuestas han coincidido en los distintos periodos y por tanto las agruparemos por categorías por la elevada importancia que han tenido. Previamente, realizaremos una breve reseña

sobre el comportamiento del tipo oficial para dejar reflejado lo expansivas o restrictivas de la política monetaria de fondo llevada a cabo por el Banco Central.

a. El tipo de interés oficial

Como afirmábamos anteriormente, lo acomodaticia, o no, que puede ser la política monetaria viene fundamentalmente marcada por los tipos mínimos de las operaciones principales de financiación.

En enero de 2007, el tipo oficial se situaba en el 3,5%. Durante el transcurso del primer semestre la presión de los precios al alza, sumado a posibles efectos de segunda vuelta por el buen momento económico, así como el crecimiento vigoroso que mantenía el agregado monetario, llevaba al BCE a subir el precio del dinero en 50 puntos básicos en marzo y junio del mismo año. Posteriormente, a pesar de las turbulencias del segundo semestre, el tipo de interés se mantenía inalterado.

Mientras tanto, la Reserva Federal desarrollaba una política agresiva de bajada de tipos, lo que producía entre otras cosas una fuerte inflación de oferta por la subida de los materiales básicos (dado que cotizan en dólares). Por todo esto, en julio del 2008 el BCE decidía subir el tipo un 0.25% hasta el 4.25%. Ya hemos expuesto las críticas suscitadas por este hecho, dado que la economía estaba entrando en recesión. No obstante, como también hemos comentado, citando a Trichet: “El BCE solo tiene una aguja en su brújula, la de la estabilidad de precios”. Por ende, las discrepancias en todo caso deberían estar sobre los estatutos de la institución europea más que sobre sus aritméticas decisiones.

En cualquier caso, las turbulencias se dispararon en el último trimestre de 2008 hasta límites increíbles. El 15 de septiembre quebró Lehman Brothers (el cuarto banco de inversión de Estados Unidos en ese entonces) y llegó el aterrizaje de emergencia de la economía global. Las materias primas se hundieron, las perspectivas económicas se ensombrecieron y el Banco Central Europeo reaccionó agresivamente con una bajada de tipos histórica consiguiendo reducir en octubre un 50 puntos básicos, en noviembre otro tanto y por último en diciembre 75. De forma tal que al cierre del 2008 el tipo oficial se situó en 2.5%.

La debacle sobre los precios de las materias primas prosiguió entrado el 2009. Además la oscuridad sobre las perspectivas económicas durante la “gran recesión del 2009” solo permitían el protagonismo a los temores deflacionistas. Por el lado del análisis monetario, el crecimiento del agregado M3 estaba frenado también. Por todo esto, el BCE aumentó lo acomodaticia de su política, bajando los tipos en cuatro oportunidades casi consecutivas:

Enero baja 50 puntos básicos
Marzo baja 50 puntos básicos
Abril baja 25 puntos básicos
Mayo baja 25 puntos básicos

En total, en cinco meses el organismo monetario europeo recortó un 1.5% los tipos oficiales y los dejó en el que hasta entonces era el mínimo histórico, el 1%.

Durante el 2010, la economía de la Euro-Zona fue saliendo progresivamente de la recesión, aunque las perspectivas continuaron siendo negativas. Los temores en este caso aparecieron por el Crash de las deudas soberanas, el caso griego y su “onda expansiva” a toda la periferia Europea y demás tensiones en otros segmentos de mercados. En ese entorno, el BCE decidió mantener los tipos de interés en el 1% durante todo el año.

El 2011 tuvo algún atisbo de recuperación económica en sus albores. Sobre todo, al otro lado del océano atlántico. Los precios de las materias primas se habían recuperado, en parte gracias a la devaluación del dólar afectada por la expansión monetaria del 2010 llevada a cabo por la Reserva Federal (Quantitative easing II). Además, el BCE afirmaba que la liquidez era abundante lo que podía producir un incremento de los precios. Justificado por ambas situaciones decidió subir los tipos en abril y julio un 0.25%, en cada ocasión, alcanzando en octubre de 2011 el 1.5%. No obstante, a finales del 2011 Mario Draghi relevó a Trichet en la presidencia del BCE. El mismo se encontró con un debilitamiento de la economía en el conjunto de la Zona Euro y unas perspectivas más oscuras. Por ende, recortó la subida realizada por su predecesor y retornó el tipo oficial al 1%. Durante el capítulo III, nos hemos referido a las críticas acaecidas sobre las decisiones de Trichet en el 2011. Pero una vez más queremos reforzar la idea, de que las mismas deben pesar sobre los objetivos del BCE y tomar la decisión de hacerlos duales, semejantes a los de la Reserva Federal.

En resumen, las determinaciones del BCE han ido dando respuesta de los acontecimientos económicos que fueron produciéndose, en un entorno de alta complejidad. Evidentemente se trató de decisiones estatutarias, y difícilmente discutibles o al menos argumentables con la aritmética del objetivo de inflación. No obstante, quedó de manifiesto por la necesidad de rectificación de algunas de las medidas sobre el tipo oficial adoptadas, que es oportuno diversificar el objeto del BCE sin priorizar uno sobre otro.

b. Las medidas no convencionales

Desde el año 2007 hasta la actualidad, afirmábamos en párrafos anteriores que el BCE no tuvo otra alternativa que desarrollar actividades llamadas como “no convencionales” para estabilizar los distintos segmentos del mercado. Además, a través de estas pretendió conseguir una mejor transmisibilidad de la política monetaria. Durante el capítulo III las hemos ido exponiendo de forma cronológica y explicando cada una. Por tanto, a modo de conclusión, creemos que sería interesante hacer una breve reseña sobre los distintos tipos de medidas que globalmente fueron más utilizadas:

1) Las operaciones principales de financiación:

Antes de la crisis del 2007, el Banco Central ya desarrollaba este tipo de operaciones. De hecho, la determinación del tipo de interés oficial, no es otra cosa que el establecimiento del tipo mínimo en las pujas por conseguir financiación por esta vía. Sin embargo, el cambio que se produjo a raíz del caos fue significativo, tanto en las OPF como en las OFPML (operaciones a plazos más largos).

Sin entrar en detalles exhaustivos, podemos afirmar que el BCE ha procurado conseguir varios objetivos con las variaciones introducidas. Primero, durante gran parte de estos años en estas operaciones de mercado abierto no se ha subastado una cantidad determinada de dinero, sino que se han hecho con adjudicación plena. Esto ha procurado garantizar el suministro de liquidez de forma indefinida y por ende generar confianza y tranquilidad en el sistema financiero. Asimismo, el tipo de interés

marcado ante la falta de puja coincidió con el oficial. Con ambas ideas, permitió mantener los tipos establecidos en el mercado monetario próximos a él.

Por otro lado, la utilización de financiación a través de las OFPML se elevó. La incertidumbre incitó a las contrapartidas del Eurosistema a buscar financiación a plazos más largos. Se realizaron múltiples operaciones a 3 y 6 meses, que en ocasiones se tuvieron que renovar para calmar los temores que acechaban. También se ejecutaron otras cuyo vencimiento fue de un año, e incluso a finales del 2011 se realizaron líneas de financiación a con extinción en 3 años.

En definitiva, el apoyo del Banco Central a las entidades financieras fue muy importante en la dación de liquidez ilimitada, permitiendo una gran tranquilidad al sistema económico. Además, gracias a las actuaciones sobre las OPF los tipos del mercado monetario estuvieron controlados y muy próximos al oficial, aunque evidentemente sufrieron mayor volatilidad.

Dado que las Operaciones Principales de Financiación necesitan que la contrapartida aporte garantías para conseguir la liquidez, también el BCE trabajó bien en esa dirección. De manera tal, que si bien siempre fue amplia la cartera de activos admitidos, se fue progresivamente aumentando la misma. Incluso durante el 2010, a causa de la crisis griega decidió suspender el umbral de calificación crediticia para los bonos emitidos o garantizados por el gobierno griego.

2) Facilidades permanentes

El Banco Central Europeo realizó modificaciones cuando lo creyó oportuno sobre la banda determinada por los tipos de interés en las facilidades permanentes. El objetivo fundamental fue abaratar la intermediación del BCE en la gestión de la liquidez, facilitando la misma. Para conseguirlo en ocasiones lo que ha realizado es estrechar los diferenciales entre crédito y depósito, como efectuó en el 2008, reduciéndola de 200 a 100 puntos básicos.

3) Operaciones de financiación en divisa

Otra de las grandes líneas de trabajo durante los años posteriores al crash del 2007 fue las operaciones de entrega de liquidez en divisas a las entidades del Eurosistema. Durante el caos del 2008, la financiación en dólares se complicó en extremo para las entidades no Norteamericanas. Sin embargo, existía una necesidad de atender los vencimientos existentes en dicha moneda. Por todo esto, la urgencia para resolver esta situación apareció. De tal forma, que varios de los más importantes bancos centrales del mundo decidieron crear unas líneas Swaps para intercambiar divisas y a través de ello poder suministrar liquidez a las entidades dependientes. Normalmente, se ejecuta mediante subastas 1, 7, 28 o 84 días y de forma ilimitada o no dependiendo el momento de ejecución. Cuando las necesidades fueron reducidas o nulas, este tipo de operaciones no se ejecutaron.

4) Otras medidas de interés

Además de todas las actuaciones explicadas en los anteriores puntos, el BCE se vio obligado a desarrollar otras medidas no convencionales muy importantes. Algunas de ellas son: la compra de bonos garantizados, la compra de deuda pública en mercado secundario o la reducción del coeficiente de caja.

Respecto a la primera de ellas, el objetivo era suministrar un apoyo importante al mercado de bonos garantizados, el cual era una de las principales fuentes de financiación de muchas entidades contrapartidas del Eurosistema. Con esto, consiguió de hecho, estimular las emisiones y reducir los diferenciales que eran especialmente elevados.

En lo que concierne a la segunda, fue una reacción del BCE ante el crash de deuda soberano acaecido en el 2010. El mal comportamiento del mercado de deuda pública atrajo básicamente tres problemas. Por un lado, la política monetaria determinada por el Banco Central con la determinación de tipos no fluía adecuadamente porque el incremento de la financiación de los estados, obligaba a las sociedades financieras y no financieras a pagar tipos muy altos. Por otro lado, a las entidades financieras europeas le generaba un quebranto en sus balances la subida de tipos de la renta fija y por ende la bajada de precios. Por último, la bajada de la liquidez en los mercados de deuda pública limitaría el uso de bonos como garantías en las operaciones de financiación. Por ende, el BCE se vio obligado a actuar. Compró deuda pública en el mercado secundario, pero no lo hizo como medida inflacionista sino para reducir los tipos de dicha renta fija. De tal forma que la liquidez incrementada la esterilizo en operaciones de reabsorción.

Por último, es de destacar que en el 2011 el Banco Central decidió que a partir de enero del 2012 reduciría el coeficiente de caja del 2% al 1%. Esto significaba un incremento en el “dinero circulante” y por tanto se trataba de una actuación más tendente a reactivar la economía.

En conclusión, el Banco Central Europeo ha tomado decisiones muy importantes en la era Pos-Lehman Brothers, que sin duda han ayudado a la estabilización de la economía de la Zona Euro. Quizá hubiera sido más oportuno una mayor agresividad en la política monetaria, como pudieron tenerla la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, pero los estatutos del organismo europeo le han limitado permanentemente a vigilar la estabilidad de precios.

En el futuro, Europa se enfrenta a retos decisivos, de la capacidad para afrontar los mismos dependerá la supervivencia del BCE, dado que de no hacerlo de forma adecuada el Euro pasara a formar parte de la historia de las “Uniones Monetarias”. Creemos que es fundamental, que se dualice el objetivo del organismo que preside Mario Draghi, y por ende que vele por el crecimiento de la economía con el mismo ahinco que lo ha hecho en su lucha por la inflación. Al mismo tiempo, consideramos oportuno que asuma la supervisión bancaria de las entidades contrapartidas del Eurosistema. Además, pensamos que debe apoyar los mercados de deuda pública de la Zona Euro con voluntad inquebrantable, hasta que los grandes especuladores divisen el mismo al nivel de las grandes potencias como Estados Unidos, Japón o Inglaterra. Para esto último, es importante destacar que es una tarea conjunta en la que los gobiernos de los distintos países de la Eurozona deben ceder soberanía nacional sobre los presupuestos, para que la estabilidad de las finanzas Europeas esté garantizada. En definitiva, se trata de conseguir una unión bancaria, fiscal y monetaria. En esa dirección, el Euro podrá sobrevivir e incluso acabar teniendo la consideración de moneda refugio, en cualquier otro caso es previsible que sea la Euro zona la que tenga que buscar un refugio en otras monedas para poder sobrevivir.

THE ACTIONS OF THE ECB DURING THE CURRENT FINANCIAL CRISIS

The financial crisis began in August 2007, because of the collapse of the mortgage sub-prime market produced in USA. We analyzed the main causes of the crisis, and then, the measures taken by the European Central Bank to stabilize the Euro-Zone economy.

First of all, we discussed the most accepted causes of the crisis:

1) Low interest rates in USA and Europe:

The USA had a good economic decade in the 90's, but in the beginning of the new century the Dot-Com bubble blew up. Also, in September 2001, they were attacked by Al-Qaeda in New York, and panic gripped the markets. The Federal Reserve decided to lower interest rates.

In Europe, Germany's economy was in a bad situation because of the Reunification costs, and France's too. Therefore the ECB decided to lower interest rates as well.

The consequence of those measures was the housing bubbles.

2) Financial innovation:

The securitization grew a lot in the first decade of the new century, hence the debt increased and with high default risk.

3) Macroeconomic imbalances:

The "twin-deficits" (commercial and fiscal) was expanded for all developed economies

In summary, the 2007 crash appeared with the public and private sectors heavily indebted and so that the cost of financing grew, consequently the ECB had difficulty transmitting monetary policy, and hence it had to take a lot of none conventional measures. For example, it increased the maturity of financing operations, provided unlimited liquidity in those operations or operates in the public debt market. Also, the ECB kept the interest rates very low because of the inflation was controlled and the economy needed help with monetary policy.

In the future, the Euro is at high risk of not surviving. Consequently, the Euro zone will require a global union. On the one hand, it will be very important to achieve the union bank, with the global supervision of the ECB. On the other hand, it will be very important the fiscal union as well. Hence the national governments should cede sovereignty to the European Union, in order to have a better control of each state budget. As a result, the Euro zone will have a real and a better monetary union, and the Euro will survive.

BIBLIOGRAFIA

- Rogoff, K.S. y C. Reinhart (2011): Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera, Fondo de Cultura Economica de España, Madrid.
- Galbraith, J.K. (2007): El Crash de 1929, Ariel, Madrid.
- Tamames, R. (2011): Cuando y como acabara la crisis, Turpial, Madrid.
- Abadía, L. (2010): La crisis ninja y otros misterios de la economía actual, Espasa libros, Barcelona.
- Ekaizer, E. (2012): Indecentes, Espasa libros, Barcelona.
- Universidad Complutense de Madrid (2003): Historia de la reunificación alemana, edición digital.
- Rabanal, P. (2009): Should the ECB target employment?, Departamento de estudios economicos de La Caixa, edicion digital.
- Martin Martin, M.R. (2011): La titulización en Europa durante la crisis, CNMV edición digital.
- Banco Central Europeo (2008): Informe anual 2007, edición digital.
- Banco Central Europeo (2009): Informe anual 2008, edición digital.
- Banco Central Europeo (2010): Informe anual 2009, edición digital.
- Banco Central Europeo (2011): Informe anual 2010, edición digital.
- Banco Central Europeo (2012): Informe anual 2011, edición digital.