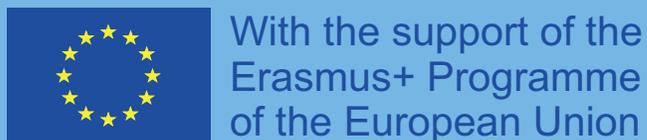


Módulo Jean Monnet

“Economic Policy in the European Union”

Sesión 2.3. La interacción del BCE y la FED durante la crisis:
un análisis comparativo

Dr. Marcin Roman Czubala Ostapiuk



ÍNDICE

1. La actuación del BCE y la FED durante la crisis
2. El Banco Central Europeo y la crisis por COVID-19



¿QUÉ ES UN BANCO CENTRAL?

EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales son instituciones de carácter público, generalmente independientes de los gobiernos, en los que radica la autoridad monetaria.

Sus funciones primordiales son:

- Emitir el dinero legal de cada país
- Diseñar y ejecutar la política monetaria:
 - Fijando los tipos de interés del dinero
 - Preservando el valor de la moneda y la estabilidad de los precios
 - El banco central es el banco de bancos, gobierna el sistema financiero y vela por su estabilidad

EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES

BCE, o SEBC (Sistema Europeo de Bancos Centrales), es el Banco Central de la Unión Europea.

Los bancos centrales nacionales forman parte de su estructura integrada.

Hay que distinguir dentro de tal estructura al **Eurosistema**, que es la autoridad monetaria de la **Eurozona** (grupo de Estados que pertenecen al **Euro**), en la que los Bancos Centrales no tienen autonomía propia.

Nació porque no todos los Estados miembros de la Unión Europea adoptaron la moneda única.

Participan en la moneda única e integran el EUROSISTEMA los siguientes Estados miembros de la Unión Europea:

Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal y Lituania.

No participan en la moneda única los siguientes Estados miembros de la UE:

Bulgaria, República Checa, Dinamarca, Croacia, Hungría, Polonia, Rumania y Suecia.

EL EUROSISTEMA (FUNCIONES)

Formado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro, constituye la **autoridad monetaria de la zona del euro**.

El objetivo fundamental del Eurosistema es **definir y ejecutar la política monetaria**, manteniendo la **estabilidad de precios**.

Asimismo, en tanto que autoridad financiera, se ocupa de preservar la **estabilidad del sistema financiero**, de promover la **integración financiera europea** y emplear la **supervisión bancaria**.

Las funciones del BCE (1/2)



Las funciones del EURO SISTEMA (2/2)

Otras funciones del BCE y del EURO SISTEMA



Funciones de asesoría

Recopilación y elaboración de estadísticas

Cooperación internacional

Emisión de billetes

Contribución a la supervisión prudencial y la estabilidad financiera

Supervisión bancaria desde noviembre de 2014



EUROPA, LOS BANCO CENTRALES Y LA CRISIS

El impacto y las soluciones a la crisis se diversificaron según los bancos centrales: EEUU, la UE, Japón, Países Emergentes (China, Brasil, India...).

EE. UU:

- FED (Reserva Federal o Banco Central) que dirige la Política Monetaria. Objetivo: bajar el desempleo del 6,5% (actualmente 4,4%, ago. 2017)
- Instituciones políticas federales bajo responsabilidad presidencial única

REINO UNIDO:

- Banco de Inglaterra: intervención directa
- Compra masiva de activos (fuera de balance con la garantía del Gobierno Británico)

Criterios	FED	ECB
Mandato y objetivos	<p>La entidad de último recurso</p> <p>Variedad de objetivos principales</p> <p>Supervisor y regulador bancario único</p> <p>La entidad de último recurso desde el comienzo de la crisis</p>	<p>Sistema Europeo de Bancos Centrales</p> <p>Artículo 127 del TFUE – control de la inflación</p> <p>Unión Económica y Monetaria incompleta</p>
Independencia	Carácter multidimensional	BCE = el banco central más independiente del mundo
Rendición de cuentas	Rinde cuentas ante el Congreso de los EEUU y debe aplicar cualquier cambio en sus estatutos que éste exija	Rendición de cuentas ante el PE y (periódicamente) Consejo de la UE
Interlocutor	<p>Capacidad de trabajar con una sola voz</p> <p>Interlocutor único en relaciones con el gobierno</p>	<p>Incapacidad de trabajar con una sola voz (intereses diferentes/representación)</p> <p>Diferentes realidades defendidas por gobiernos de los EEMM; la misma política para todos los países miembros</p>
Relación con la política fiscal y de pagos	Es UN BANCO CENTRAL de UN SOLO PAÍS	Eurozona

FED VS. BCE: ACTUACIÓN DURANTE LA CRISIS

FED

Política monetaria convencional:
Tipos de interés (2007-2009)
Operaciones de mercado abierto

Política monetaria no convencional:
shifts in the FED balance: QE (2008-2014)

Una sola política fiscal
-Estímulo fiscal (2008)

Actuación
gubernamental (2008)

BCE

Política monetaria convencional:
Tipos de interés (2008-2014)
Operaciones de mercado abierto

No conventional monetary policy:
shifts in the ECB balance: QE (2015-

-19 Políticas fiscales
- Rescate Grecia, Irlanda,
Portugal y España
- Actuación gubernamental
diferente

Crisis
política



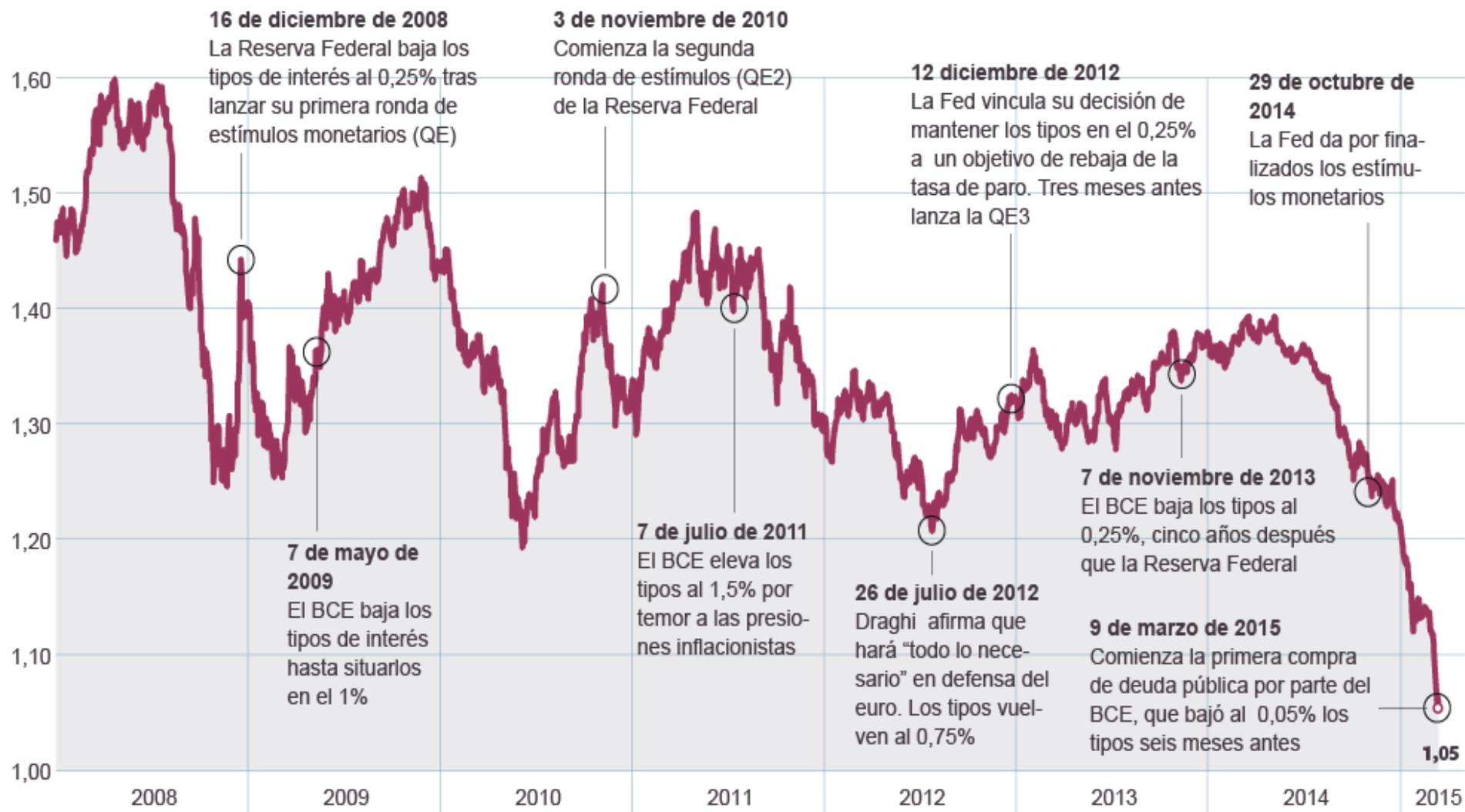
Política monetaria asimétrica



**Nuevo modelo de gobernanza Económica
(2011)**

EVOLUCIÓN DEL EURO

En dólares por unidad

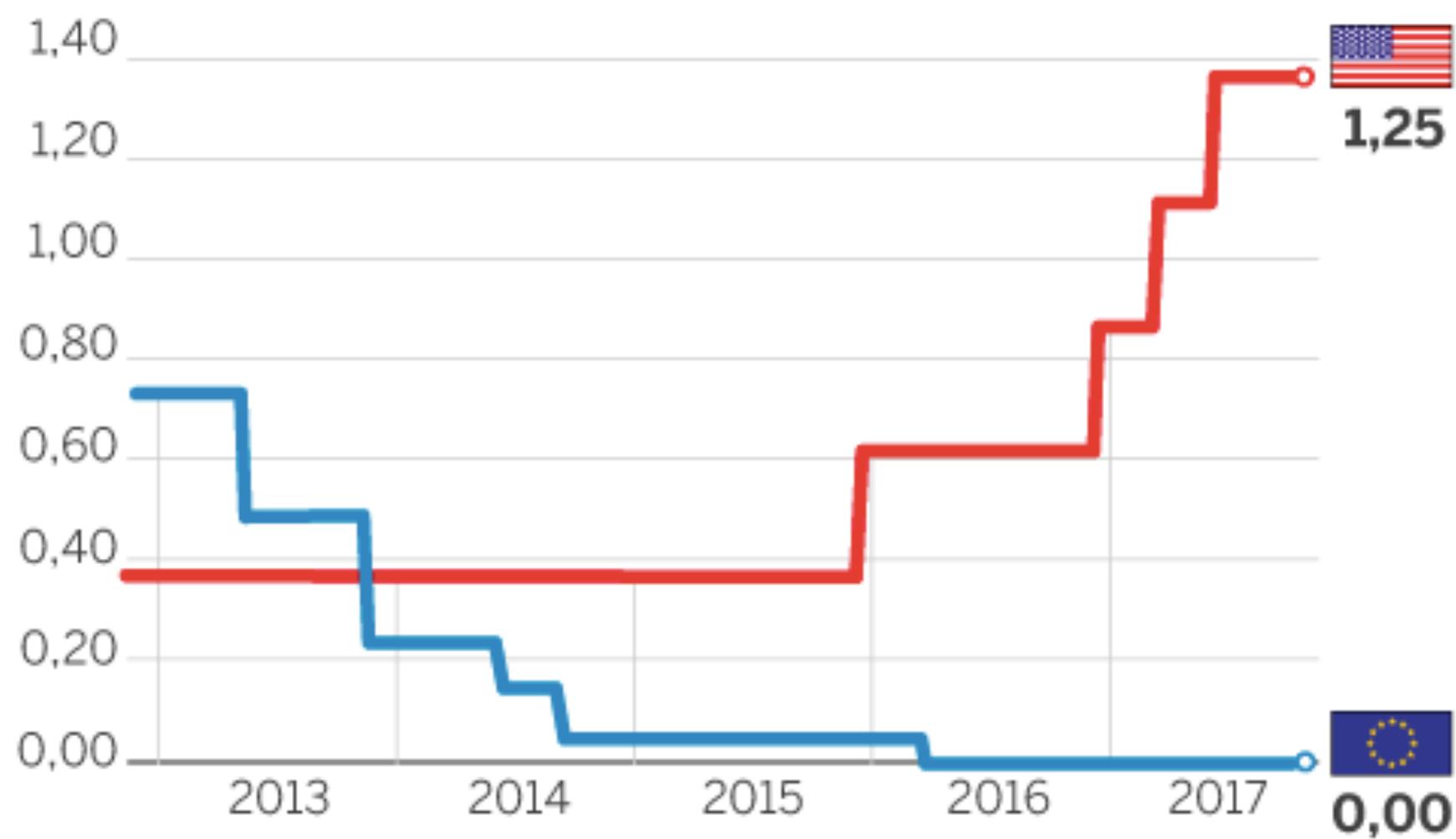


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

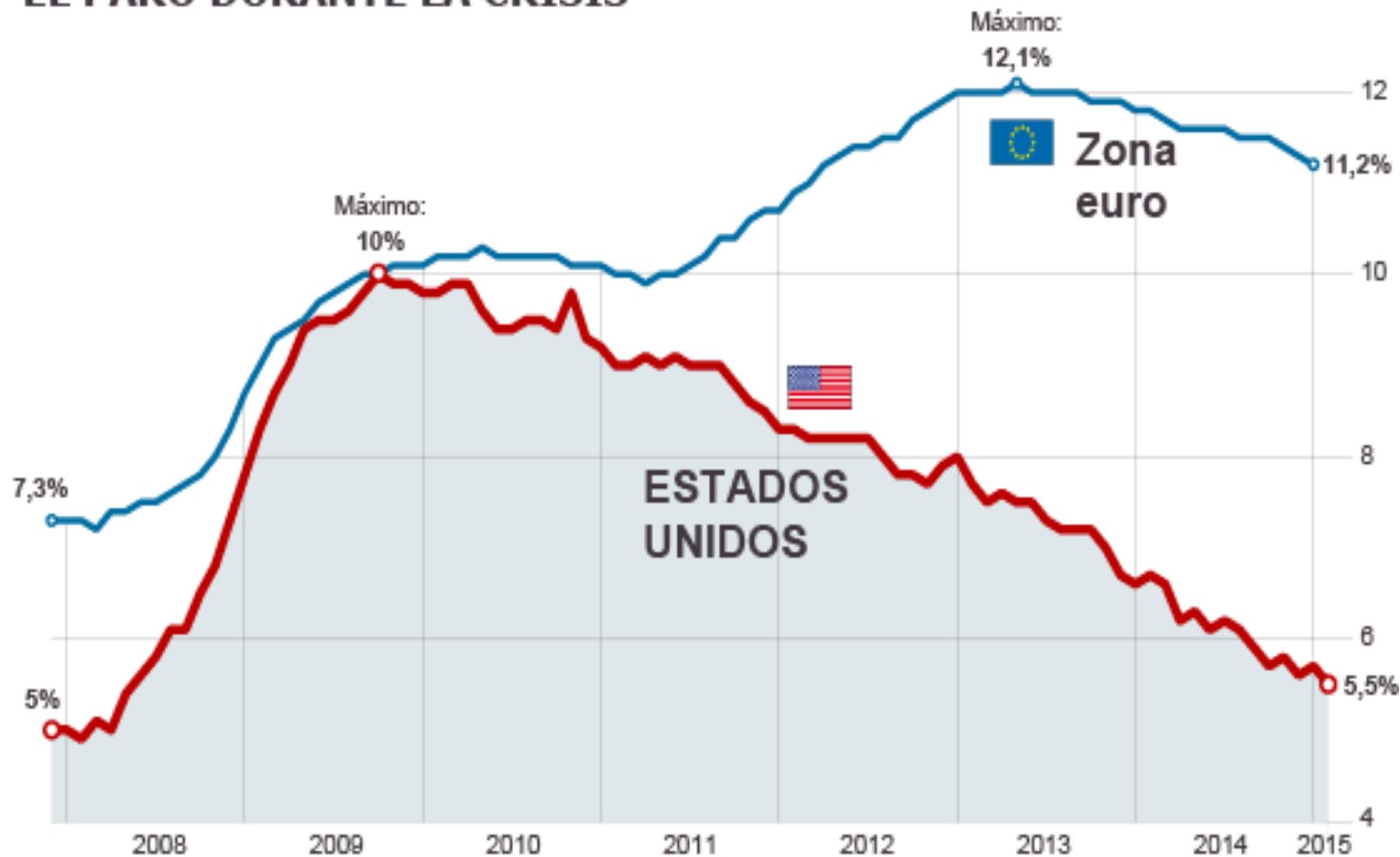
EL PAÍS

TIPOS DE INTERÉS

En %



EL PARO DURANTE LA CRISIS



LAS DEBILIDADE DEL BCE (HASTA EL MARZO 2015)

A pesar de las funciones citadas, el BCE:

- No inyecta liquidez ilimitada frente a los ataques de los mercados contra la Deuda Soberana para estimular la economía, como sería necesario
- No dispone, por tanto, las funciones de un verdadero Banco Central como prestamista de último recurso
- El Artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la UE prohíbe la financiación de los Gobiernos y el 125 impide el rescate financiero de los Estados

LAS FUNCIONES DEL BCE Y LA CRISIS

Las funciones del BCE se han visto alteradas forzosamente durante la crisis.

A pesar de las restricciones (Tratados y Estatutos): tiene expresamente prohibida la monetización de la deuda Pública, ha actuado de manera indirecta en tal dirección.

La crisis de Grecia primero, y las de España e Italia después, le han obligado a actuar aun mediante subterfugios.

Finalmente, en el marzo de 2015 el BCE dispone de la posibilidad de comprar la deuda soberana de los países de la zona euro.

MECANISMOS DE INTERVENCIÓN

Antes, ya se pusieron en marcha los siguientes mecanismos para ir haciendo frente a las turbulencias financieras en la Eurozona:

- El European Financial Stability Facility (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, FEEF)
- El European Financial Stabilisation Mechanism (MEEF: Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera)
- Préstamos LTRO (Long-Term Refinancing Operations)

LAS LTRO (OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO)

Programa de préstamos del BCE a la banca (uno de los dos medios de expansión monetaria de los Bancos Centrales).

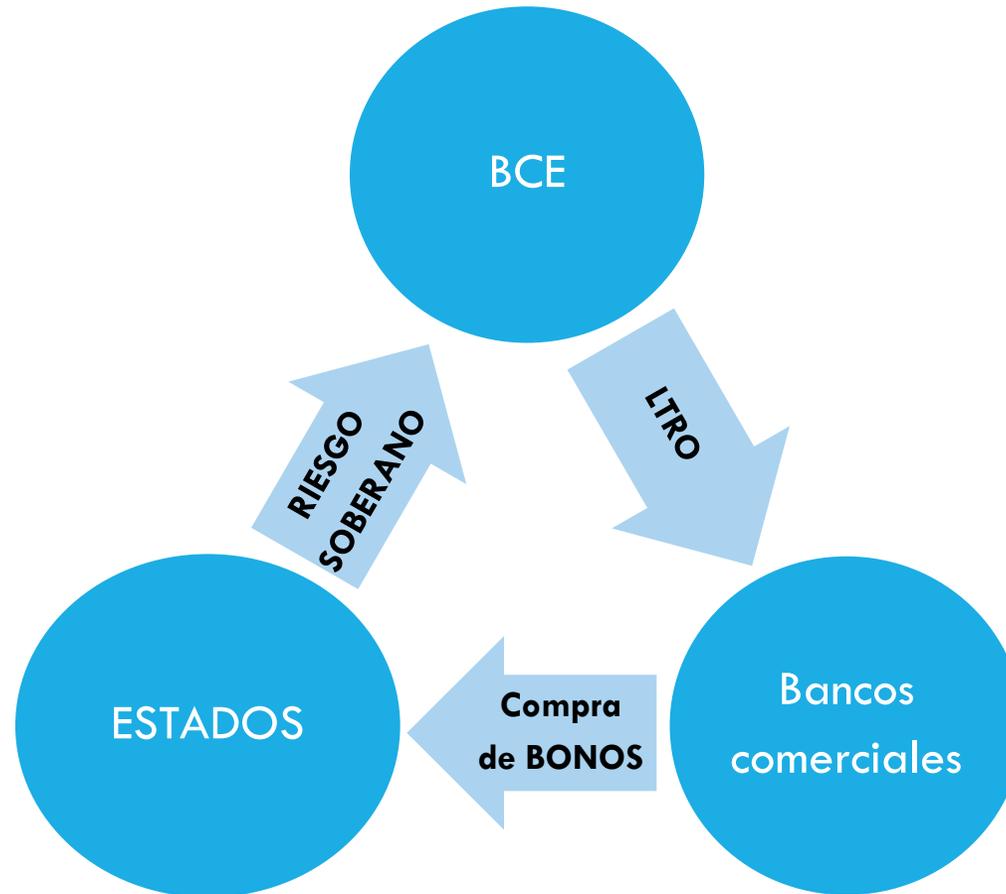
“Barra libre” de **liquidez** para los bancos, en buena parte para los españoles, con el fin de sustituir temporalmente el mercado interbancario.

Préstamos a 3 años al 1% de interés.

Los bancos compran Deuda Soberana a un tipo de interés tres o cuatro veces mayor.

El BCE realizó posteriormente dos operaciones TLTRO (p. ej. diciembre de 2011 y febrero de 2012; hasta 2017 inclusive).

VÍA INDIRECTA DE FINANCIACIÓN ESTATAL



LOS RESCATES BANCARIOS

Esta “Barra libre” proporciona **liquidez** a los bancos cuando el interbancario no funciona, como así fue.

Otra cosa fueron los rescates a las entidades **insolventes** (Bankia, Caixa Cataluña, NCG y Banco de Valencia, Banco Mare Nostrum, Banco CEISS, Caja 3 y Liberbank).

El rescate bancario (2012/2013) fue un préstamo al Estado español por parte de la Unión Europea, a largo plazo y bajo interés (del MEDE al FROB).

Esta Entidad se convierte en accionista de los bancos rescatados, colocando ese dinero en los mismos como capital.

Se concedieron 100.000 M€ de los que sólo se necesitaron unos 41.330M€, que computan como Deuda y devengan intereses.

España va a pagar la parte principal del préstamo entre el 2022 y el 2027.

LA ADQUISICIÓN DE DEUDA POR EL BCE (EL SMP)

Mecanismos anteriores: Insuficientes (virulencia de la crisis e insolvencia de Grecia): disparan la prima de riesgo.

Mayo 2010: BCE pone en marcha un programa de **adquisición masiva de Deuda en el mercado secundario**, hasta septiembre de 2012.

El **SMP (Securities Market Programme)**, adquiere títulos en el mercado secundario de deuda pública de los países con mayor presión financiera.

No tiene en cuenta el riesgo-país, el interés o el plazo.

El BCE rompe el espíritu del art. 123 de sus Estatutos, que prohíbe expresamente monetizar la deuda, haciéndolo de esta forma indirecta, aunque logra idénticos efectos.

LA ADQUISICIÓN DE DEUDA POR EL BCE (EL SMP)

En enero de 2013, el BCE publicó el balance de adquisición de bonos efectuadas bajo este programa **Securities Market Programme** (2010-2012), **datos en azul**, de los que mantenía en su poder, a 31 de diciembre, (datos en negro).

- **Italianos: 102.800 M€. 47,2% del total.** (89.700M€)
- **Españoles: 44.300 M€. 20,2% del total.** (38.800M€)
- **Griegos: 33.900 M€. 15,6% del total.** (27.700M€)
- **Portugueses: 22.800 M€. 10,5% del total.** (19.800M€)
- **Irlandeses: 14.200 M€. 6,5% del total.** (9.700M€)

“UNA PALABRA SUYA...”

"Haré todo lo que sea necesario para salvar el euro y, créanme, será suficiente".

(Mario Draghi, presidente del BCE, 26 de julio de 2012)



Golpe decisivo del Presidente del BCE a los problemas de la crisis en países como España e Italia y la posible ruptura del Euro.

Hubo otras medidas, pero esta fue tomada en serio por los mercados (compra ilimitada de bonos de los países más afectados). No hizo falta implementarla.

LA COMPRA DE DEUDA POR EL BCE (LAS OMT)

Las OMT (Outright Monetary Transactions) o “**Compras Monetarias Directas**”, fue el programa de compra masiva de Deuda Pública (bonos a uno, dos y tres años) en los mercados secundarios tras “**el verano peligroso**” que se vivió en España en 2012, a punto de la suspensión de pagos y con el bono a 10 años por encima del 7%.

Con el acompañamiento de Italia en el territorio de máximo riesgo, Draghi realizó las declaraciones citadas, en las que el BCE se mostró dispuesto a utilizar toda su “**artillería pesada**” para salvar al €.

El tamaño de ambos países así lo exigía.

LA COMPRA DE DEUDA POR EL BCE (LAS OMT)

Este programa de OMT es la renovación del programa de compra de bonos SMP decidida en mayo de 2010 tras la crisis griega.

El BCE compraría los bonos en el mercado secundario a sus anteriores propietarios, los bancos.

Se activaría en el caso de que un EEMM pida ayuda.

Tales operaciones tendrían que “esterilizarse” (al igual que en el caso de las SMP) con retirada equivalente de dinero para evitar la inflación (una inflación que no existe, pero que es el “terror atávico alemán”).

Tras las declaraciones de Draghi mejoraron los mercados y la “prima de riesgo”. Asimismo, **ninguno de los “países objetivo” llegaron a acogerse a este programa (nunca entra en funcionamiento).**

LA COMPRA DE DEUDA SOBERANA (QUANTITATIVE EASING)

¿Por qué ha decidido el BCE comprar deuda soberana?

Quantitative Easing, un programa de estímulo cuyo elemento principal es la compra de deuda pública a modo de inversión por parte de un banco central, como una materialización de las OMT.

La compra de la deuda pública y privada de la zona euro (en el mercado secundario) por parte del BCE (por valor de 60.000 millones de euros mensuales) comienza a partir del marzo de 2015.

¿Cuáles son los objetivos de la introducción de QE?

LA COMPRA DE DEUDA SOBERANA (QUANTITATIVE EASING)

La BCE compraba deuda soberana (bonos entre 2 y 30 años), incluida la con intereses negativos, en la misma proporción a la participación de cada banco central nacional de la zona del euro en el capital del BCE:

- Bundesbank – el 25,7 %,
- El Banco de Francia – el 20,3 %
- La Banca d'Italia – el 17,6 %
- El Banco de España – el 12,6 %
- El Nederlandsche Bank de Holanda – el 5,7 %
- El resto de los países de la zona del euro – el 18 %

Grecia, el único EEMM de la zona euro que no pudo acogerse a esta medida

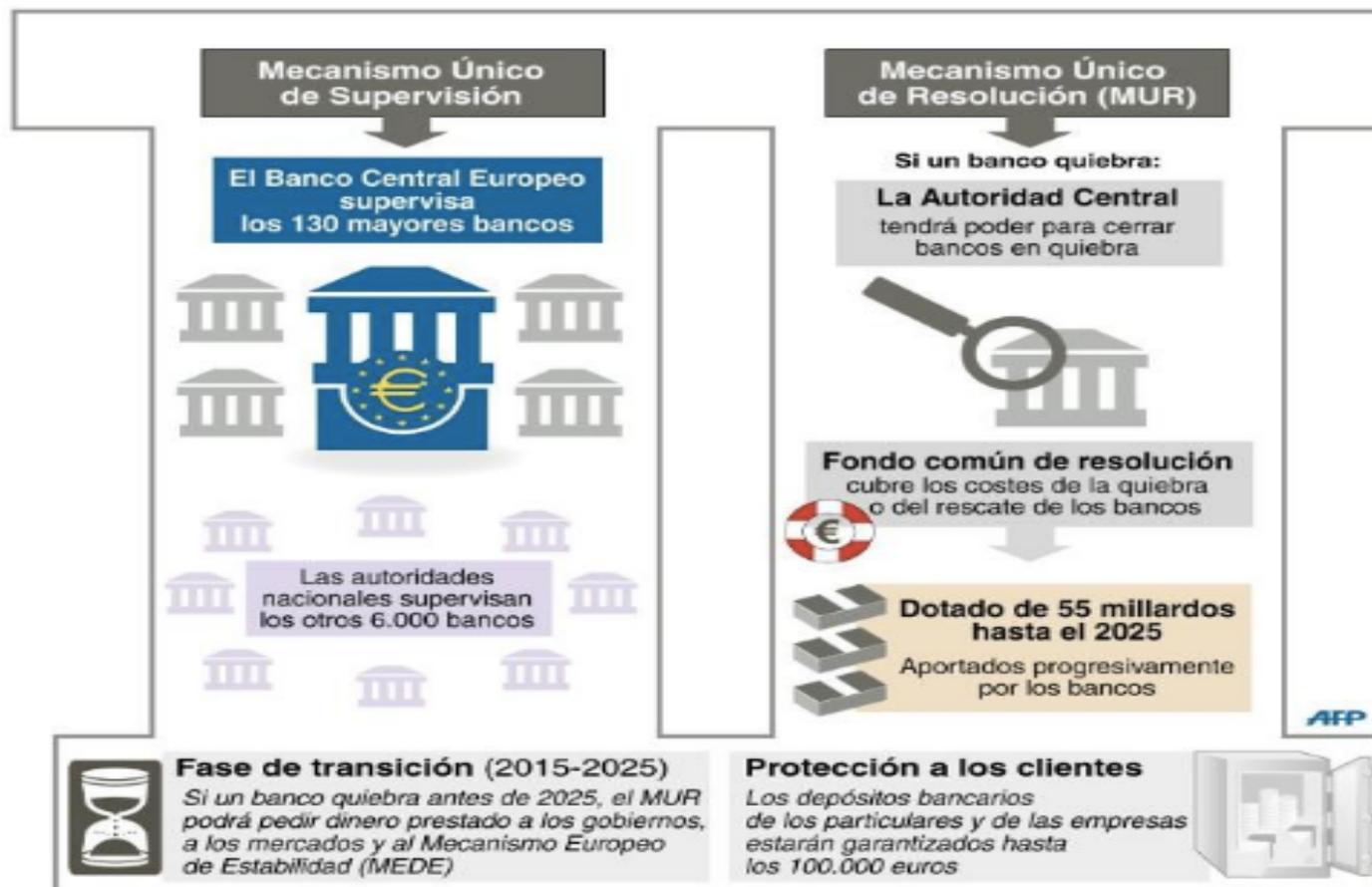
LA COMPRA DE DEUDA SOBERANA (QUANTITATIVE EASING)

En enero de 2016, el BCE decide que se inyectará un mínimo de 360.000 millones adicionales (se esperaba que el límite máximo de sus compras mensuales de bonos ascendiera de 60.000 millones a 70-75.000).

Los tipos de interés se mantienen en sus mínimos históricos, en el 0,00%, mientras que la facilidad de depósito se queda en el -0,4%.

En octubre de 2017, el BCE decide reducir la dotación mensual de 60 a 30.000 millones (a partir de enero de 2018 durante 9 meses), con posibilidad de ampliar el QE (diciembre 2018, manteniendo los tipos hasta el verano 2019).

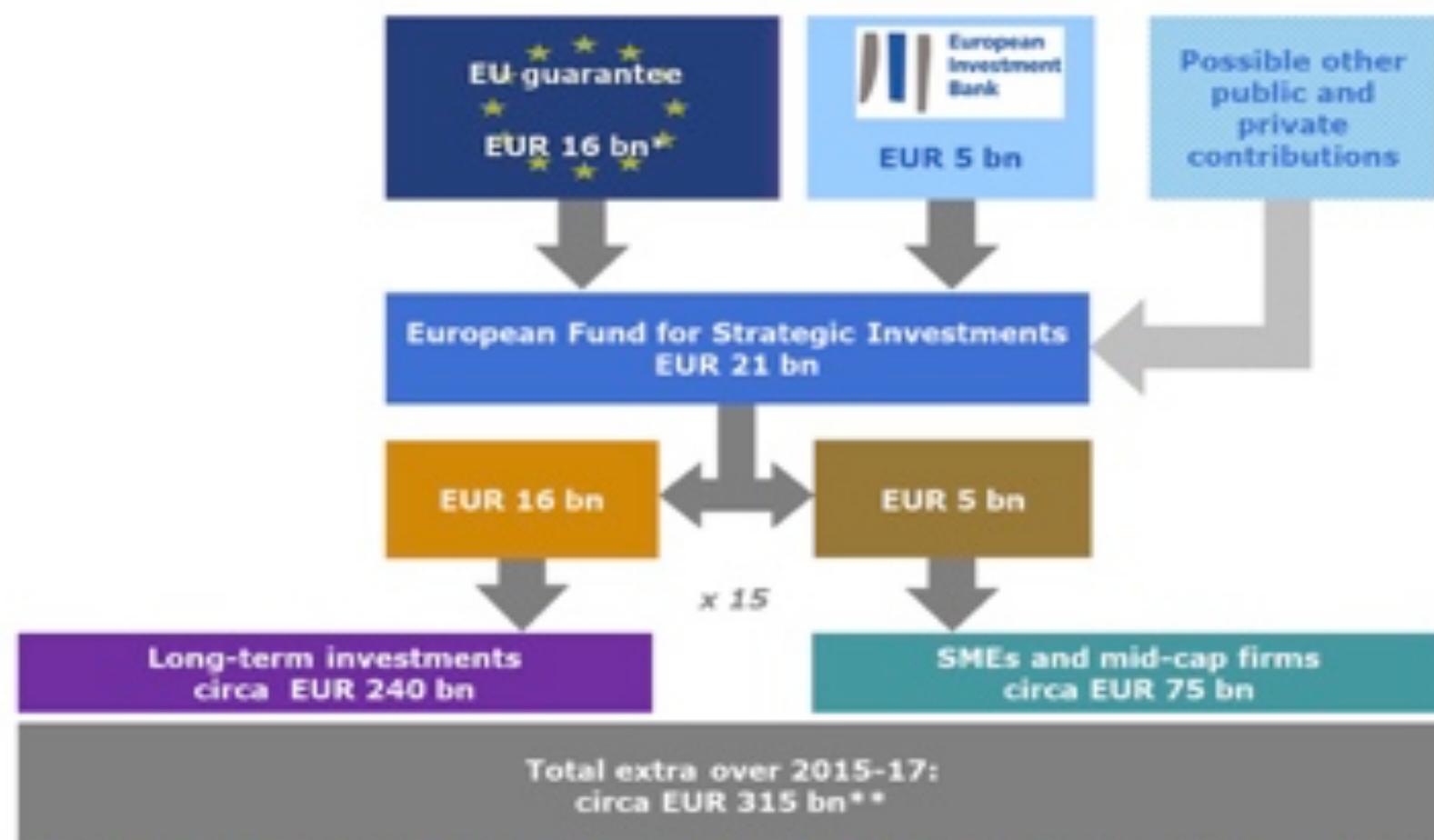
UNIÓN BANCARIA



SOLUCIONES

- Política fiscal expansiva
- Fomentar el gasto y la inversión pública
- Reforma laboral, más flexibilización
- Evitar la incertidumbre política
- Reducir los tipos de interés estableciéndolos por debajo de la eficiencia marginal del capital, pero con unos altos costes
- Plan Juncker

A new European Fund for Strategic Investments (EFSI)



* 50% guarantee = EUR 8 bn from Connecting Europe Facility (3.3), Horizon 2020 (2.7) and budget margins (2)

** Net of the initial EU contributions used as guarantee: EUR 307 bn

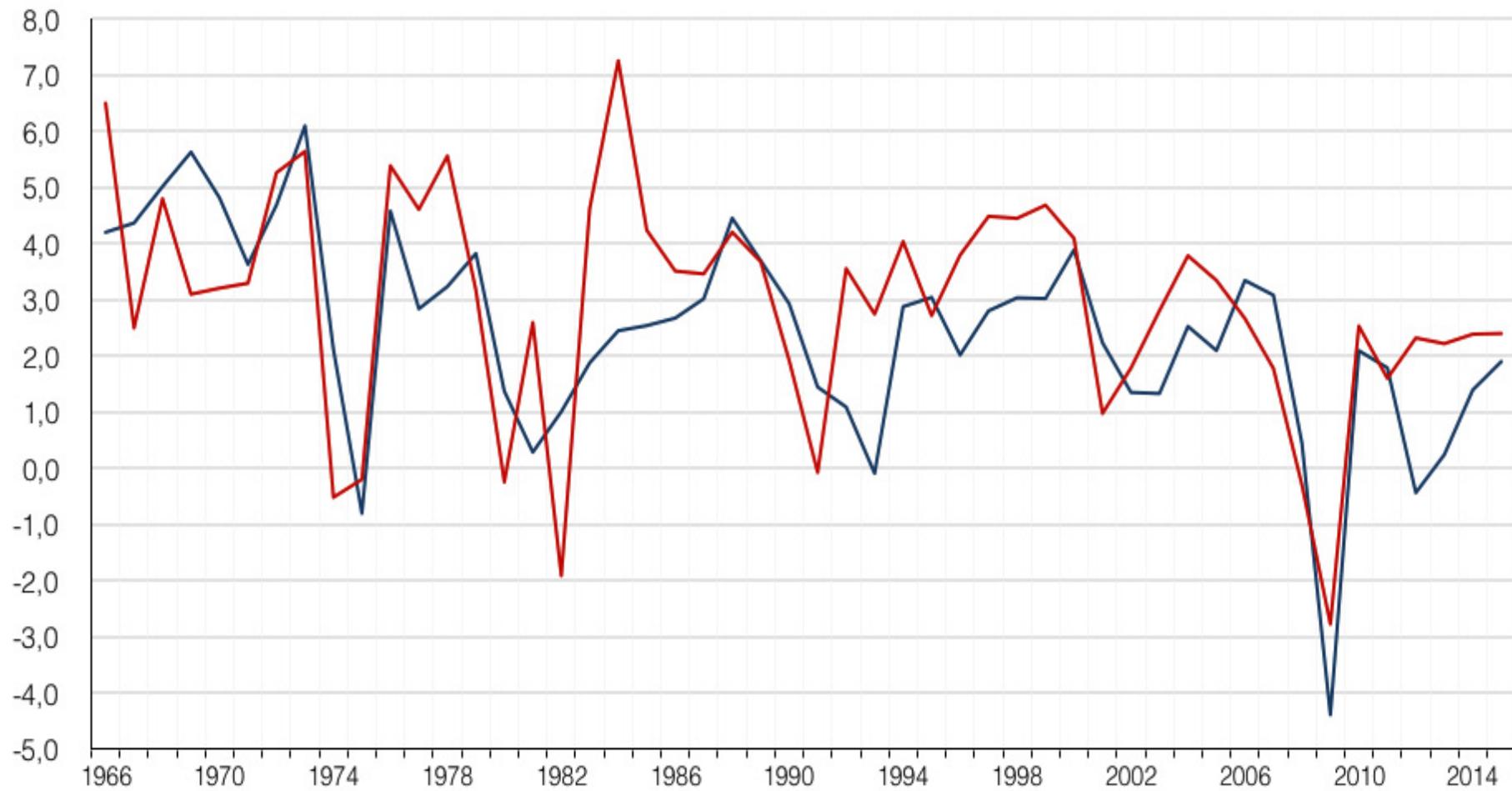


CONCLUSIONES

- La estrategia de política monetaria del BCE y la FED durante la crisis = divergente y contradictoria
- Por otra parte, el banco central estadounidense y la zona euro actuaron de manera coordinada en la gestión de las operaciones de mercado abierto.
- El BCE y la FED, que actúan en marco de realidades desiguales. Sus niveles de independencia también son diferentes
- Las nuevas funciones de asumir = BCE como supervisor bancario y garante de último recurso. Amplia reforma de las estructuras europeas de gobernanza
- Nuevos escenarios políticos de riesgo (Brexit, Cataluña, extrema derecha etc.)

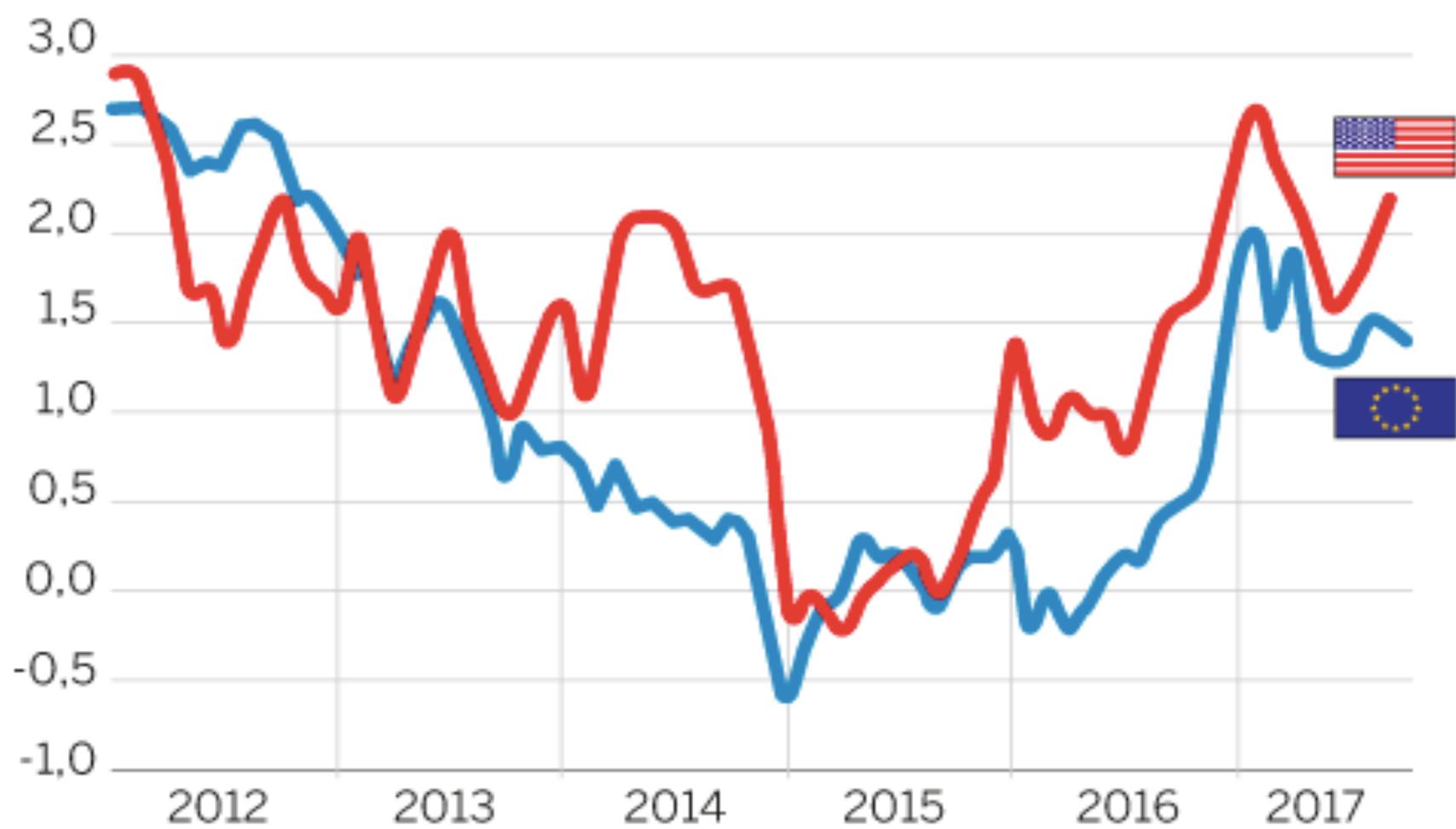
Crecimiento del PIB (% anual)

— Estados Unidos
— Unión Europea



INFLACIÓN

En %



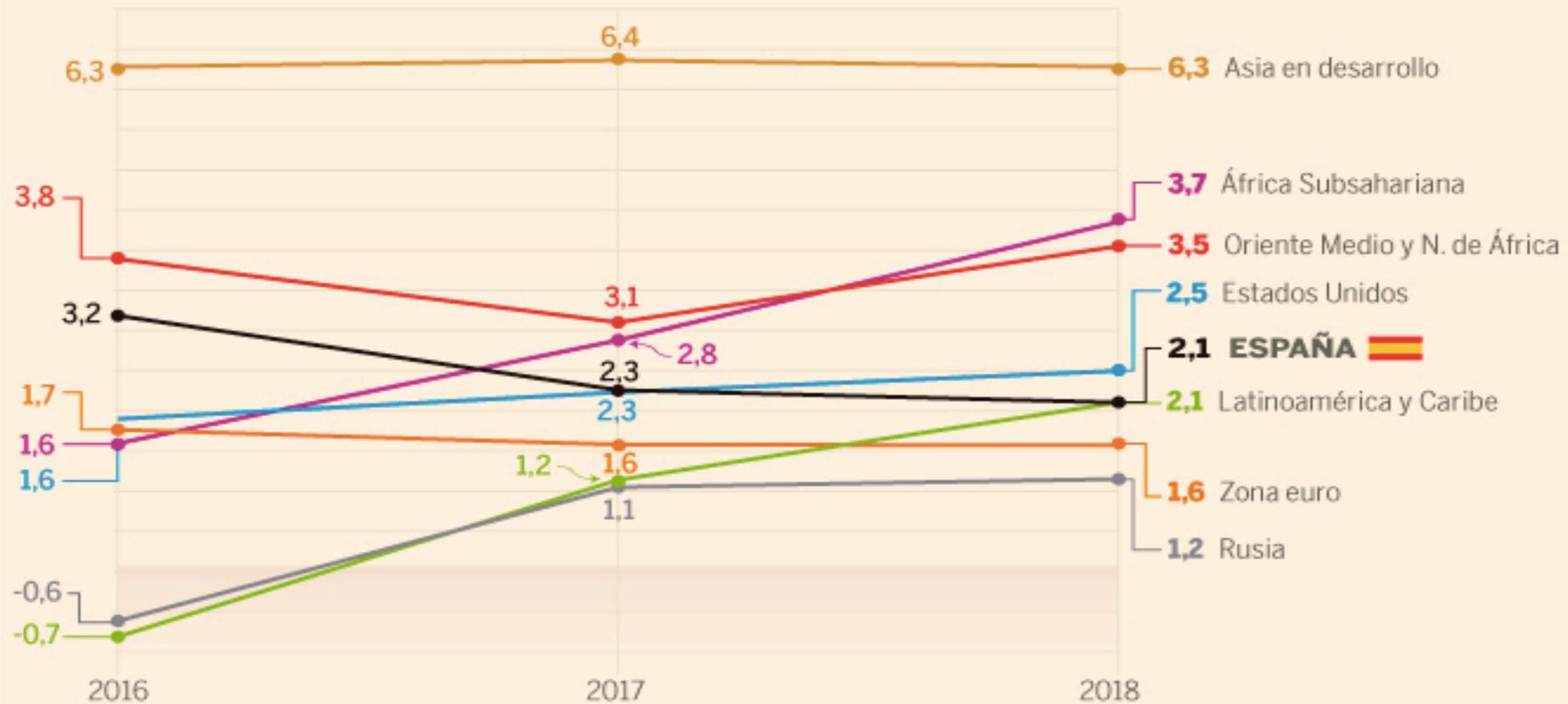
Missing the Target

Euro-area inflation measures are stuck below, but not close to 2%



EVOLUCIÓN DEL PIB EN EL MUNDO

Previsiones de enero del FMI. En porcentaje.



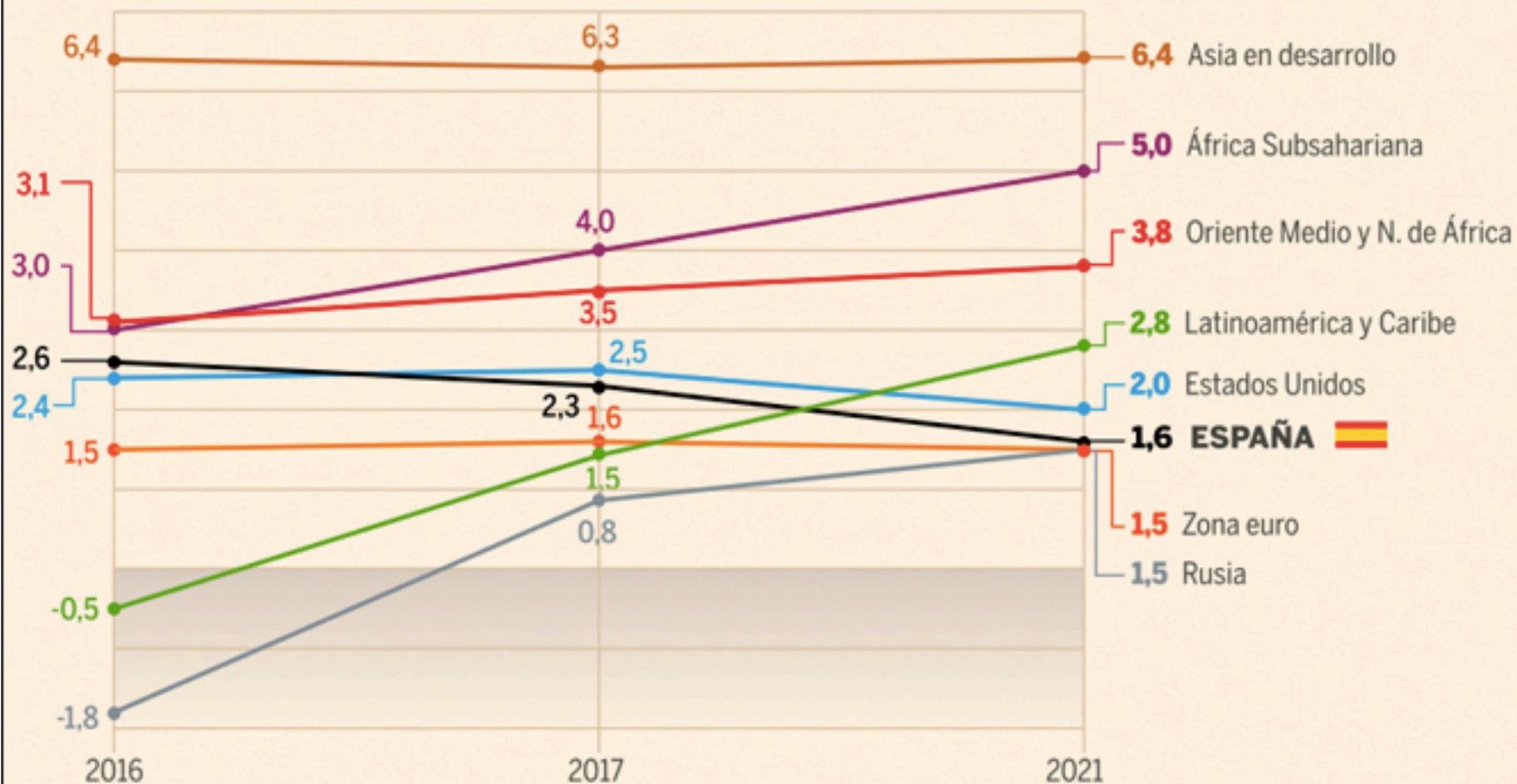
Fuente: FMI

Expansión

FMI 2017: Eurozona - abril 1,9%, octubre: 2,4%; 2018 – 2,1%

ASÍ SE VAN A COMPORTAR LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS

Previsiones del PIB del FMI para 2016, 2017 y 2021. En porcentaje.



Fuente: FMI

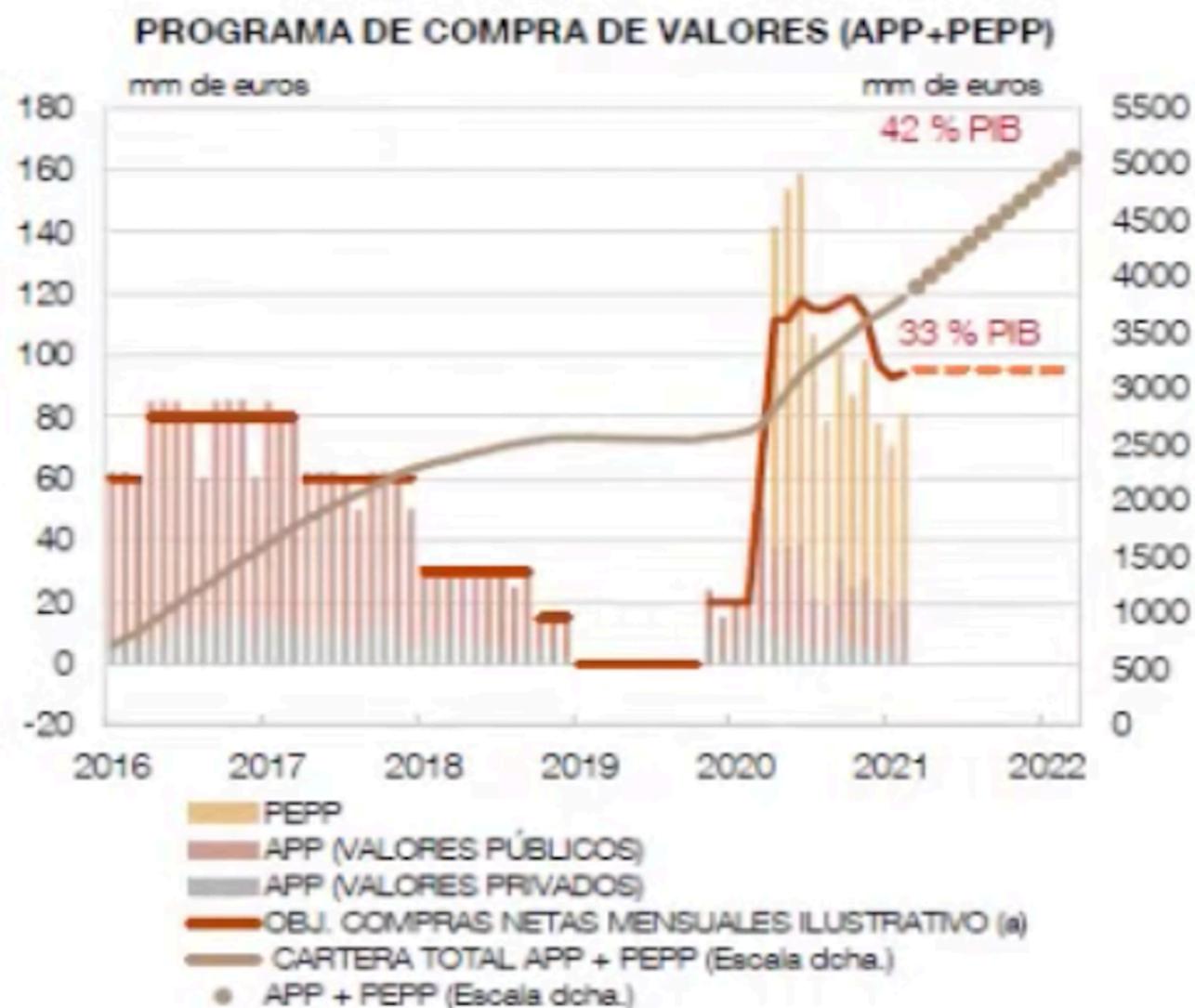
Expansión

EL BCE Y LA CRISIS POR COVID-19

- Crisis económica – perturbación de la oferta y la demanda
- Una situación heterogénea según el Estado miembro
- Política fiscal → la respuesta más adecuada a esta situación (instrumentos, tiempos y formas de actuar)
- La respuesta → acción coordinada de la UE + medidas de los EE.MM.

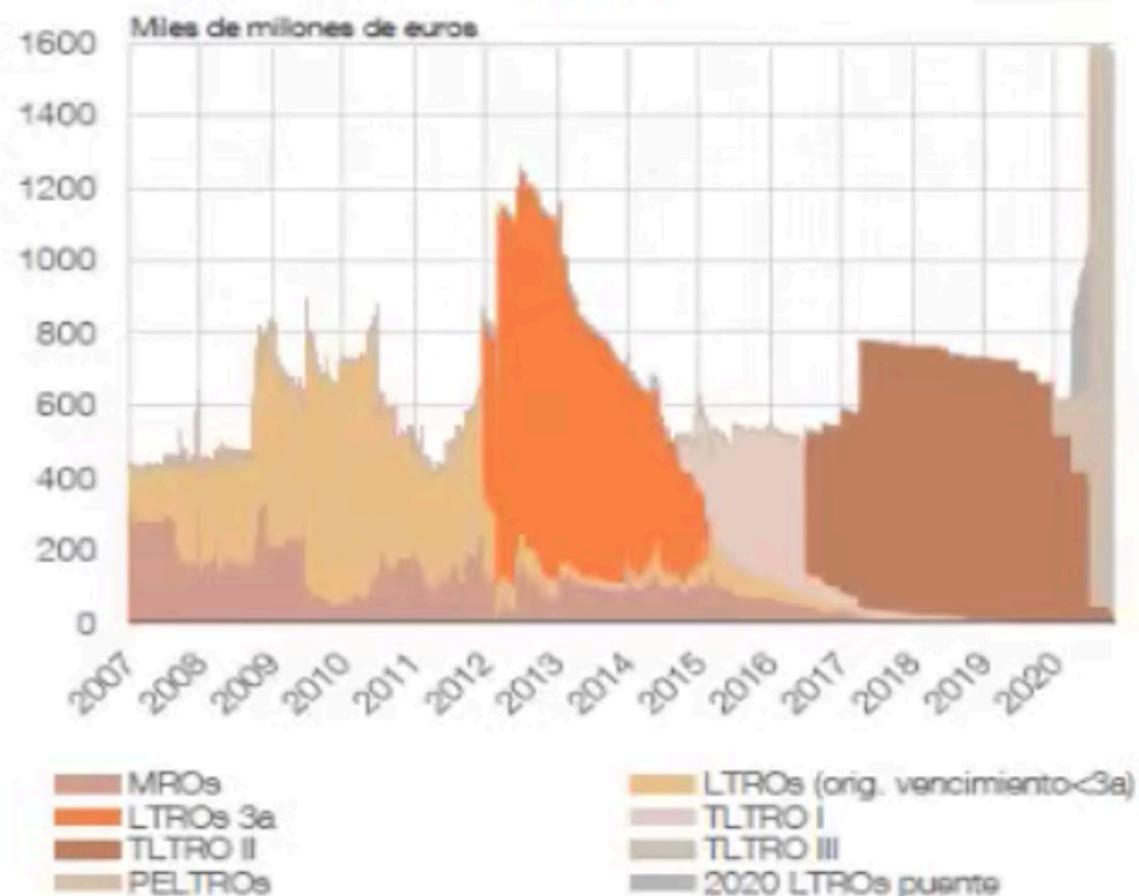
LA ACTUACIÓN DEL BCE

- Busca que no se produzca una fragmentación financiera
- Medidas para combatir los efectos negativos
- Compra de activos (APP – 20 mil millones de euros mensuales + PEPP)
- Relajar los tipos de interés
- Financiación a largo plazo
- **Facilitar a las autoridades fiscales de los EE.MM. implementar una política expansiva**



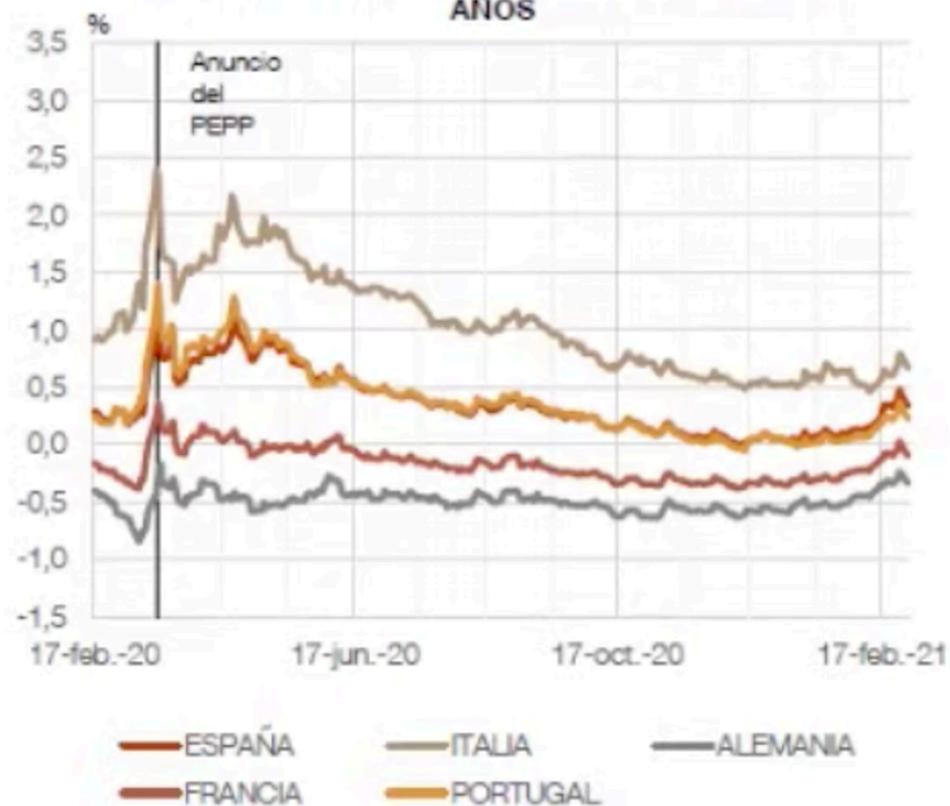
FUENTES: BCE, Thomson Reuters Datastream. Última observación: panel izquierdo, febrero, 2021

OPERACIONES DE REFINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA (SALDOS VIVOS)



Fuente: Altavilla, Barbiero, Boucinha, Burlon (2020) The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions, ECB Working Paper No. 2465. Última observación: 30 de octubre de 2020.

TIPOS DE INTERÉS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS



Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: 01/03/2021.

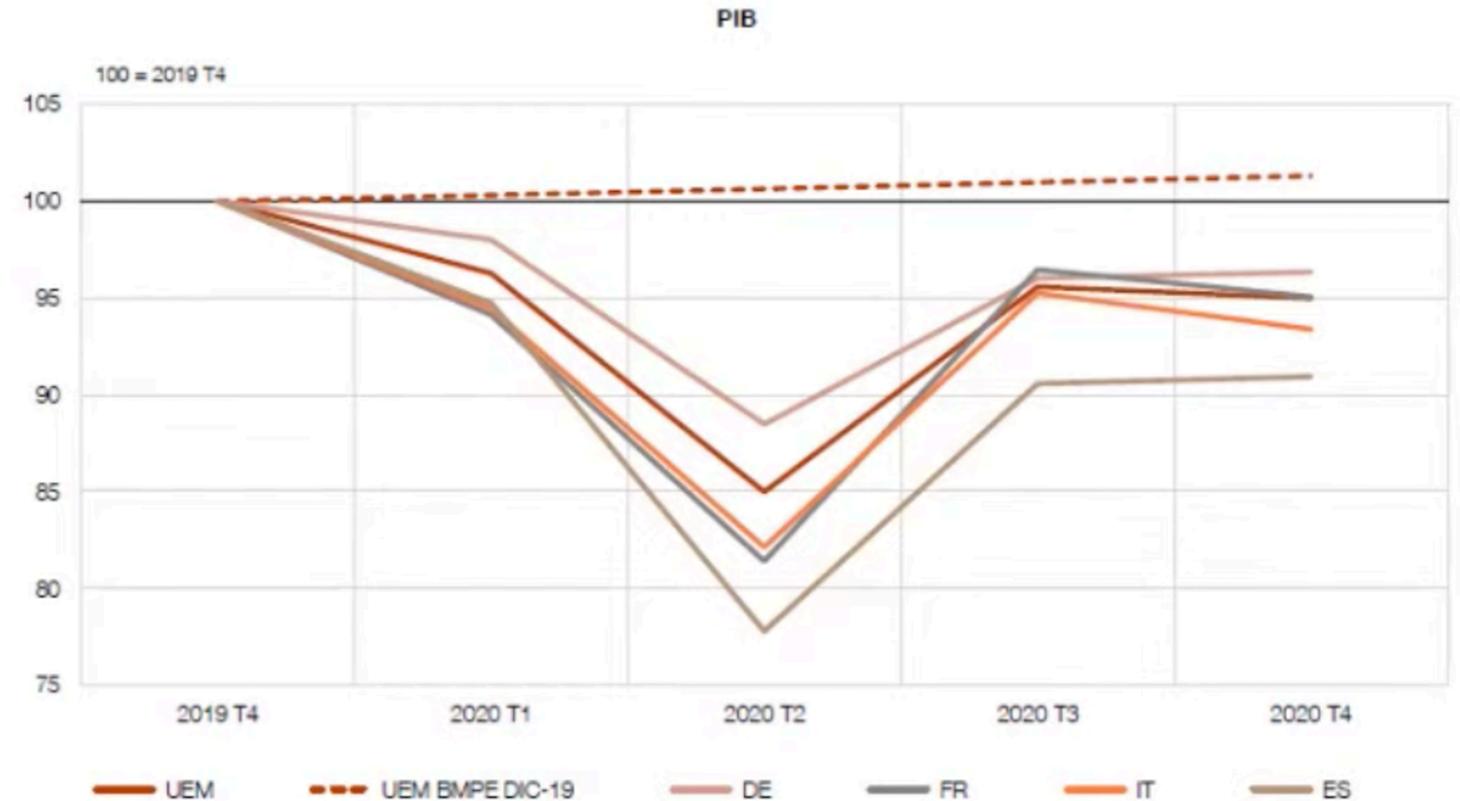
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS DE DEUDA CORPORATIVA RESPECTO A LA CURVA SWAP EN LA UEM



Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: 01/03/2021.

¿DÓNDE ESTAMOS?

- La recuperación gradual
- En función de cada EE.MM.
- Condiciona la política monetaria del futuro



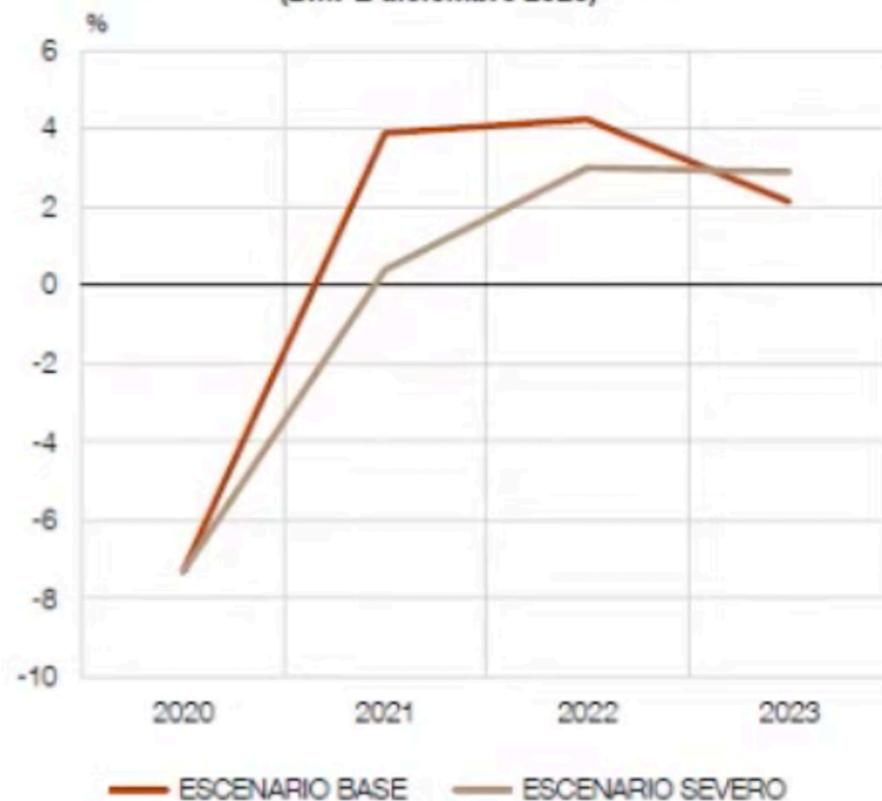
Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

PMI DE PRODUCCIÓN
UEM



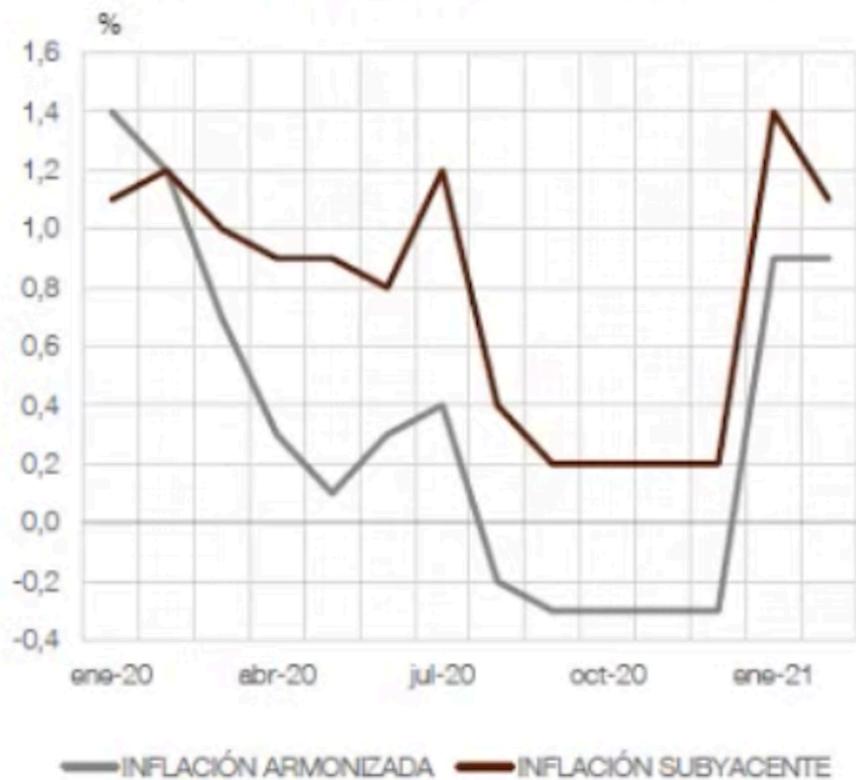
Fuente: Markit. Última observación: febrero 2021.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE LA UEM
(BMPE diciembre 2020)



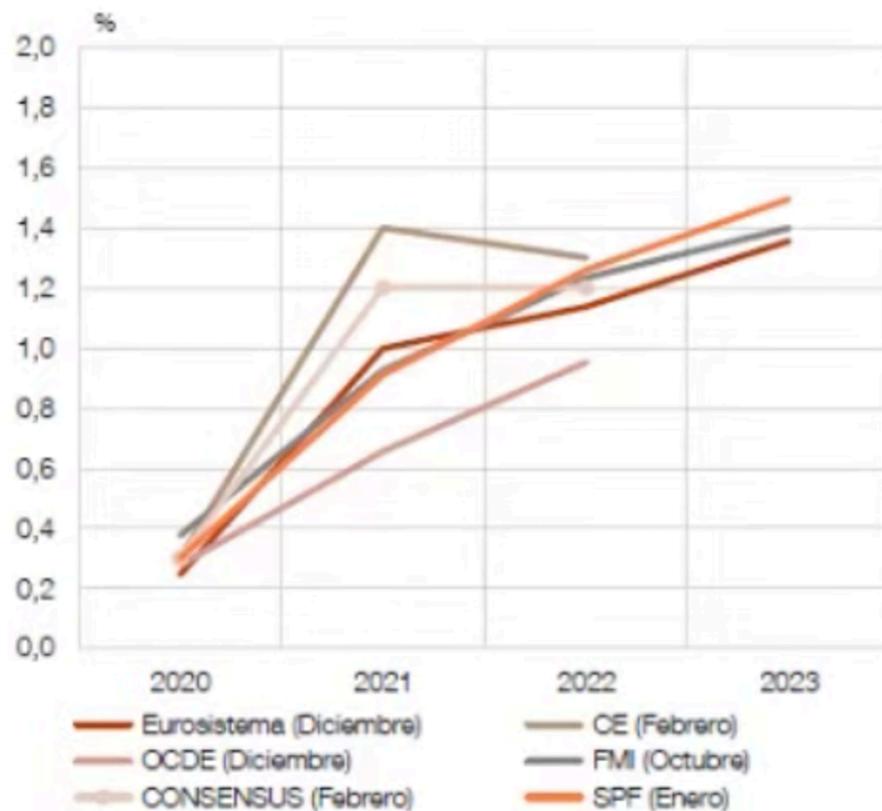
Fuente: BCE

UEM: INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE



Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: febrero, 2021

PREVISIONES DE INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO

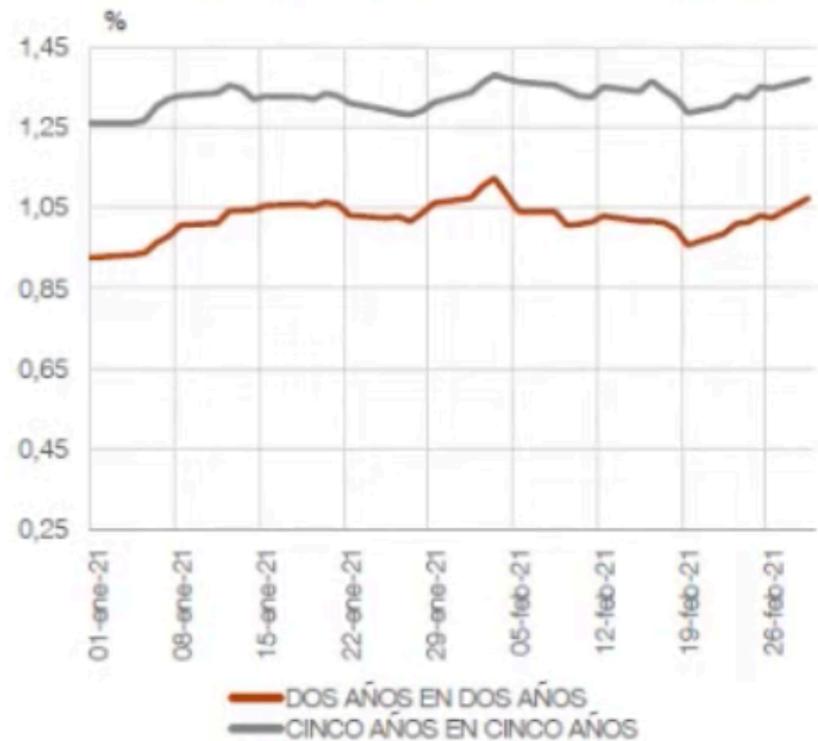


UEM: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (SWAPS)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: 01/03/2021.

UEM: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (SWAPS) EN 2021



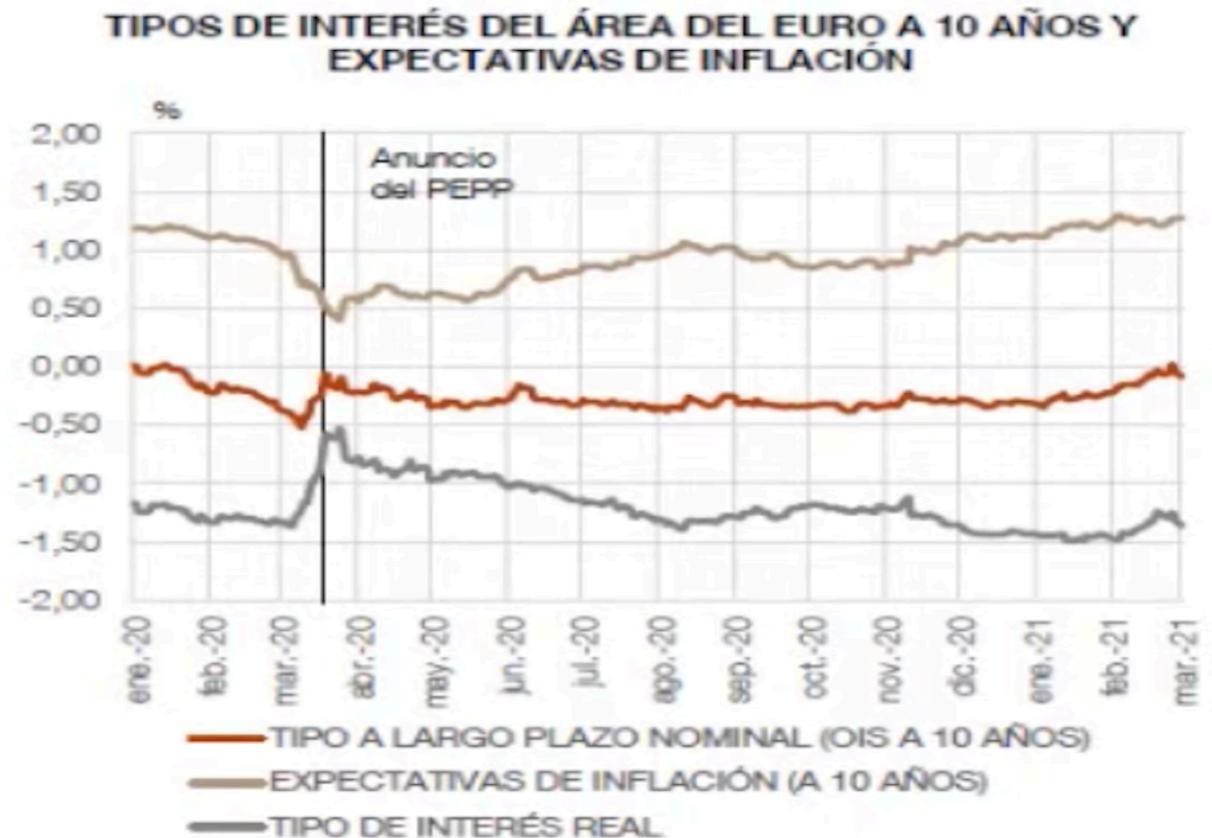
Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: 01/03/2021.

PEPP Y LAS DEMÁS ACCIONES

- Implementado en diciembre de 2020 (ampliado hasta el marzo de 2022)
- Bajada de tipos de interés
- Compra de activos (APP, se prolongará durante el tiempo necesario)
- Ajuste constante de los mecanismos a utilizar
- Condiciones de financiación favorables

¿CUÁLES SON LOS INDICADORES A UTILIZAR?

- Son muchos y muy variados (amplio y granular)
- Tipos de interés



Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: 01/03/2021.

RELACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINAL, REAL Y NATURAL

Tipo de interés *real* = Tipo de interés nominal – Tasa de inflación esperada

$$r_t = i_t - E_t \pi_{t+1}$$

Afecta a las decisiones de ahorro y de inversión de familias y empresas

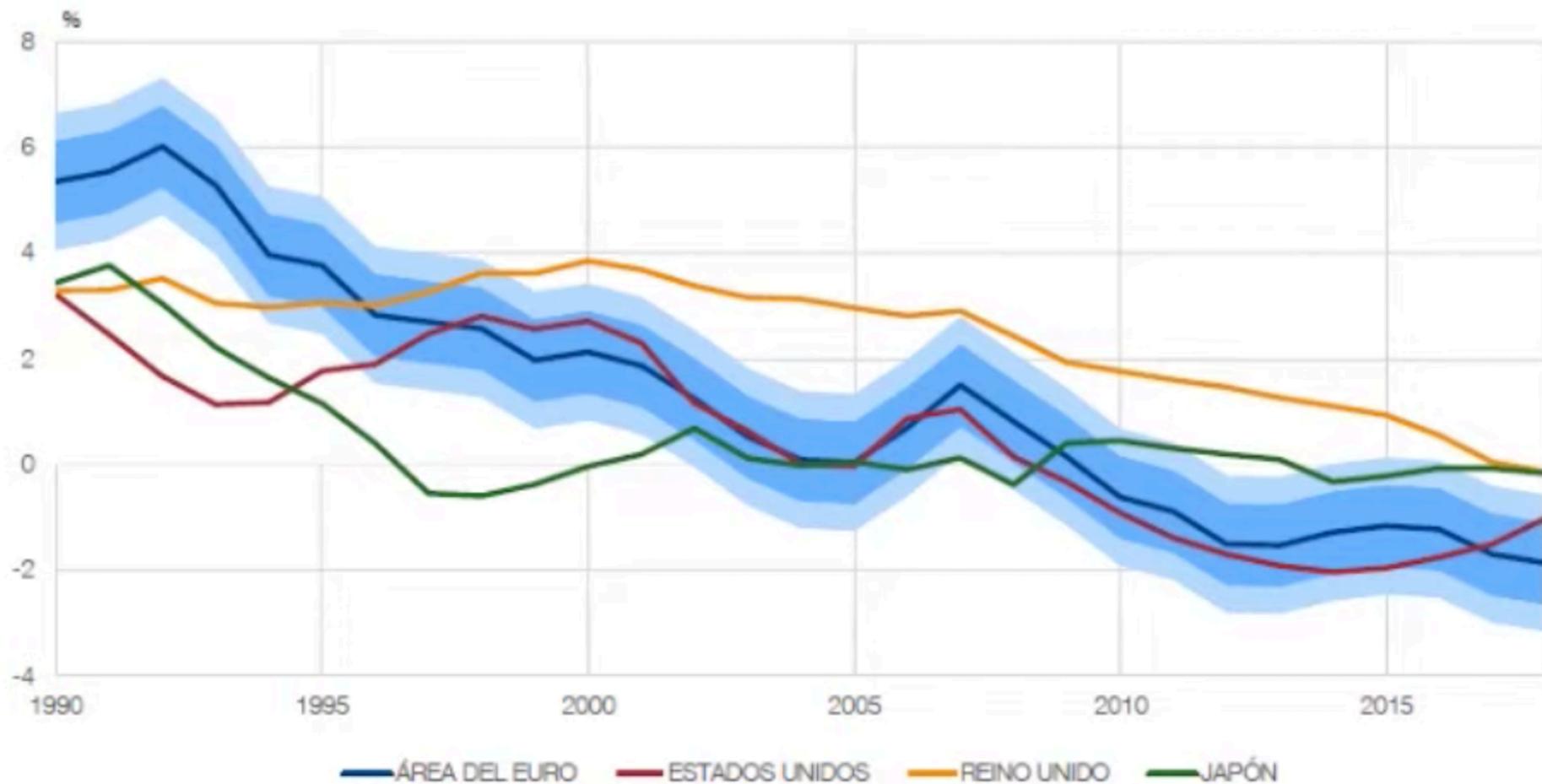
Tipo de interés *natural* (r^*) Tipo de interés real que mantiene el PIB en su nivel potencial y la inflación estable en su objetivo (π^*)

Determinado por factores estructurales y no depende de las condiciones monetarias

Para estabilizar la inflación, el banco central intenta mantener el tipo real en el nivel del tipo natural

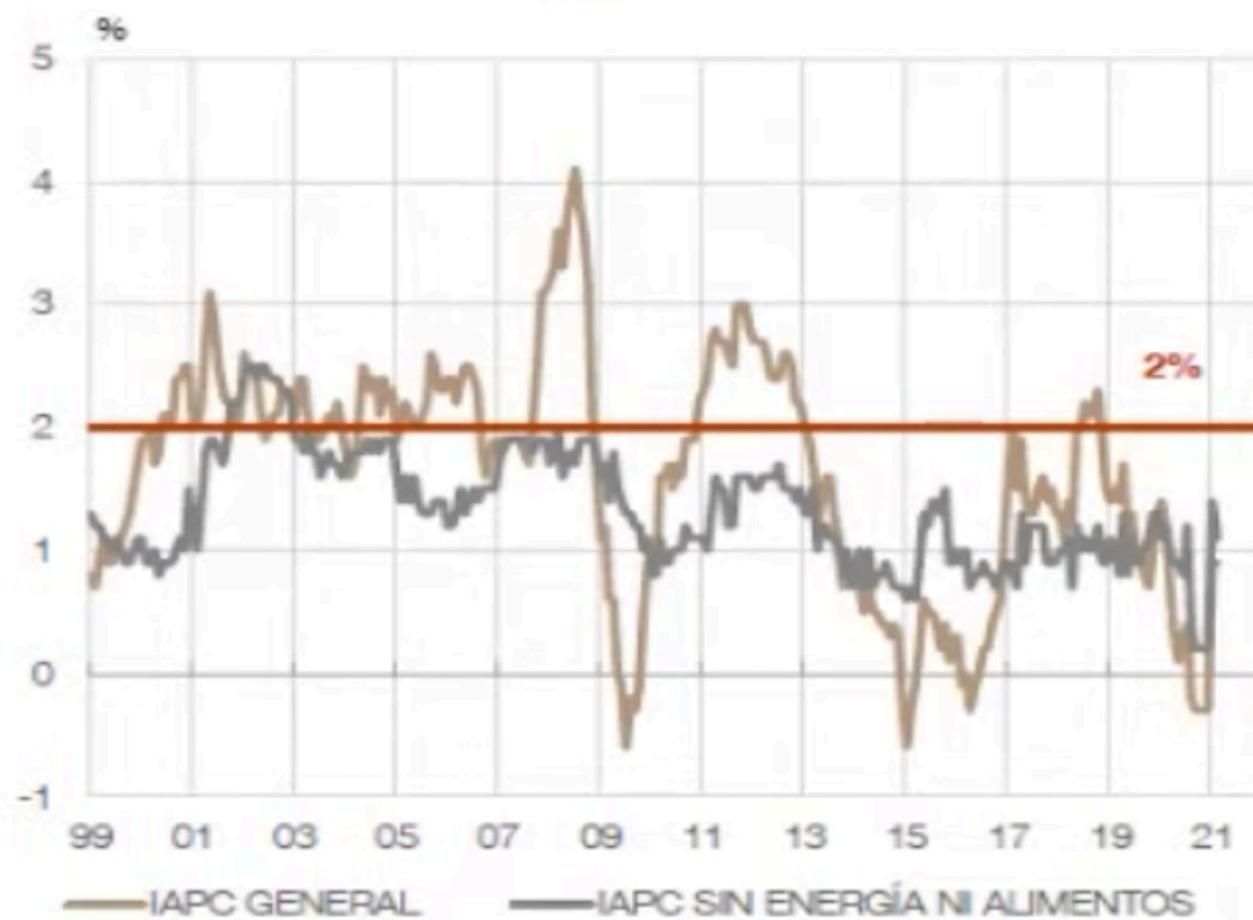
$$i_t = r_t^* + \pi^*$$

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS



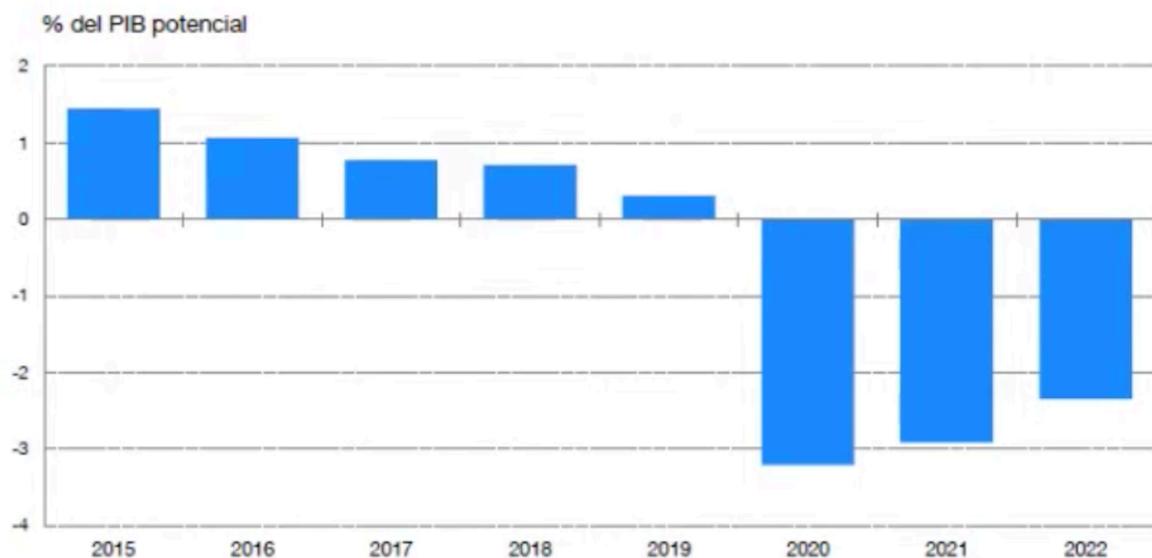
Fuente: Banco de España Informe Anual 2018, basado en el modelo de Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós y Sentana (2018).
Las bandas para la zona del euro se refieren a niveles de confianza del 68% y del 90%.

INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE UEM



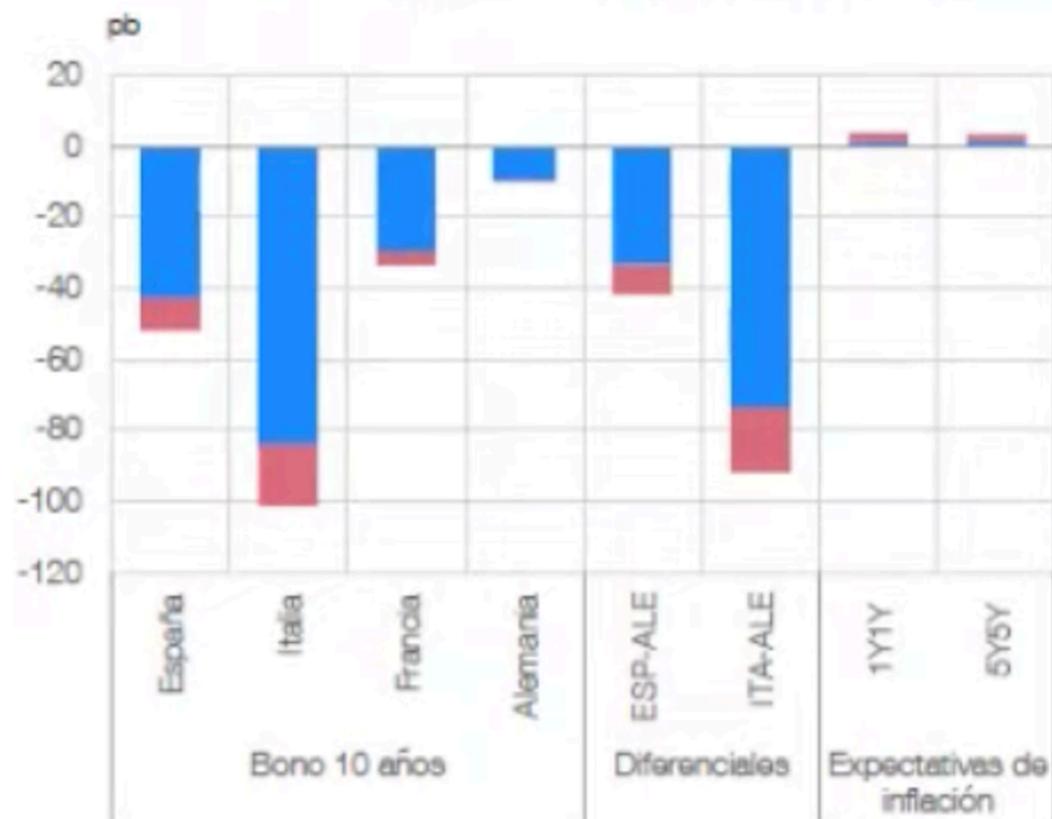
Fuente: Eurostat.
Última observación: febrero, 2021.

SALDO ESTRUCTURAL PRIMARIO EN LA UEM



Fuente: Comisión Europea

DEUDA SOBERANA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



VARIACIÓN INTRADÍA 4 DE JUNIO

VARIACIÓN 18-19 DE MARZO

¿CÓMO LO VAMOS A PAGAR?

- Programa de consolidación fiscal
- Dar signos de credibilidad de políticas económicas
- Reformas estructurales para reforzar la estructura del sistema económico
- Reglas fiscales en Europa
- Simplificar el PEC

Este módulo Jean Monnet ha obtenido cofinanciación de la Unión Europea a través del programa Erasmus+ Programme

Call for Proposals: 2020 - EAC-A02-2019-JMO

Referencia: 620595-EPP-1-2020-1-ES-EPPJMO-MODULE



With the support of the
Erasmus+ Programme
of the European Union