

GRADUA: Enpresen Administrazio eta Zuzendaritza

2016/2017 ikasturtea

Politika monetarioa krisi garaian: dibisen gain eragina

Egilea: Eneritz Urrutia Badiola

Zuzendaria: Sara Urionabarrenetxea Zabalandikoetxea

Bilbo, 2017(e)ko ekainaren 28(a)



EDUKIAREN AURKIBIDEA

LABURPENA.....	1
ABSTRACT.....	1
1. SARRERA.....	2
HELBURUAK ETA AZPI-HELBURUAK	2
EGITURA.....	2
METODOLOGIA.....	3
2. ATZERALDI HANDIA	4
3. DIBISAK ETA FAKTORE BALDINTZATZAILEAK	7
4. EBZ ETA MONETA POLITIKAK.....	10
5. KANBIO TASEN BALIO ALDAKETAK.....	13
A) FINANTZA KRISIA, 2007KO ABUZTUA – 2008KO ABUZTUA:	14
B) ERREZEZIO HANDIA, 2008KO IRAILA – 2009KO MARTXOA:	21
C) EUOPAR BATASUNEAN OINARRITUTAKO KRISIA, 2009KO MARTXOA – 2013KO MARTXOA:.....	28
D) BERRESKURAPENA, 2013KO MARTXOA – GAUR EGUN:	38
6. ONDORIOAK	46
7. BIBLIOGRAFIA.....	48



IRUDIEN AURKIBIDEA

1. IRUDIA: LANAREN METODO ANALITIKO-SINTETIKOA.....	3
---	---

GRAFIKOEN AURKIBIDEA

1. GRAFIKOA: ESTATU BATUETAKO BALORE BURTSAK, 1990-2014	4
2. GRAFIKOA: FOREX MERKATUA 2016.....	8
3. GRAFIKOA: FOREXEAN NEGOZIAZIOAN MONETEN ERABILERA	8
4. GRAFIKOA: HERRIALDE BAKOITZEAN EGINDAKO ERAGIKETA KOPURUA (2016).....	8
5. GRAFIKOA: INTERES TASEN BILAKAERA (2007/08-2008/08).....	14
6. GRAFIKOA: EUR/USD (2007/08-2008/08)	15
7. GRAFIKOA: EUR/GBP (2007/08-2008/08)	16
8. GRAFIKOA: EUR/JPY (2007/08-2008/08).....	17
9. GRAFIKOA: INFLAZIO TASAK (2007/08-2008/08).....	18
10. GRAFIKOA: INTERES TASEN BILAKAERA (2008/09-2009/03).....	22
11. GRAFIKOA: EUR/USD (2008/09-2009/03)	22
12. GRAFIKOA: EUR/GBP (2008/09-2009/03)	24
13. GRAFIKOA: EUR/JPY (2008/09-2009/03).....	25
14. GRAFIKOA: INFLAZIO TASEN EBOLUZIOA (2008/09-2009/03).....	25
15. GRAFIKOA: INTERES TASEN EBOLUZIOA (2009/04-2013/03)	30
16. GRAFIKOA: EUR/USD (2009/04-2013/03)	30
17. GRAFIKOA: EUR/GBP (2009/04-2013/03)	33
18. GRAFIKOA: EUR/JPY (2009/04-2013/03).....	34
19. GRAFIKOA: INFLAZIO TASEN EBOLUZIOA (2009/04-2013/03).....	35
20. GRAFIKOA: INTERES TASEN EBOLUZIOA (2013/04-2017/06)	39
21. GRAFIKOA: EUR/USD (2013/04-2017/06)	40
22. GRAFIKOA: EUR/GBP (2013/04-2017/06)	41
23. GRAFIKOA: EUR/JPY (2013/04-2017/06).....	42
24. GRAFIKOA: INFLAZIO TASEN EBOLUZIOA (2013/04-2017/06).....	43

TAULEN AURKIBIDEA

1. TAULA: DIBISEN BALIO ALDAKETAK FINANTZA KRISIAN	20
2. TAULA: DIBISEN BALIO ALDAKETAK ERREZEZIO HANDIAN.....	28
3. TAULA: DIBISEN BALIO ALDAKETAK EUOPAR BATASUNEAN OINARRITUTAKO KRISIAN	38
4. TAULA: DIBISEN BALIO ALDAKETAK BERRESKURAPENEAN	45



LABURPENA

Kanbio tasetan gertatutako aldaketak ulertzeak berebiziko garrantzia du hauek merkataritzan eta inbertsioan duten eraginaren ondorioz. Beraz, krisiari aurre egiterakoan oso faktore garrantzitsua da eta herrialdeen moneta autoritateen ardura nagusienetako bat hauen balioa kontrolatzea izaten da. Azken urteetan, mundua izugarritzko krisi globalean murgilduta egon da eta honi aurre egiteko gobernu eta moneta erakundeen esku-hartzea ezinbestekoa izan da. Lan honetan, moneta politiken arduradunek hartutako erabakiak aztertuko dira eta hauek dibisetan izan zuten eragina. Izan ere, moneta politikak dibisetan eragiten duten faktore nagusietakoak dira. Gainera, dibisen kanbio tasetan eragin zuten beste faktore garrantzitsuenak ere azalduko dira, diru gehien mugitzen duen merkatuan emandako gora beherak ulertu ahal izateko.

Hitz gakoak: dibisa, kanbio tasa, krisi globala, moneta politikak, banku zentrala

ABSTRACT

Understanding changes in exchange rates is very important due to their impact in trade and investment. Therefore, when facing the crisis it's a very important factor and one of the main responsibilities of the countries' currency authorities is to control its value. In recent years, the intervention of governments and currency organizations has been essential in order to deal with the global crisis the world has been immersed in. In this project, the monetary policies makers' decisions and its impact on exchange rates during this period will be analyzed. In fact, the monetary policies are one of the main factors that influence currencies. Moreover, in order to understand the decreases in the most money-moving market, other factors that influenced the exchange rates are also going to be explained.

Keywords: currency, exchange rate, global crisis, monetary policies, central bank



1. SARRERA

Lan honetan lau dibisa nagusik izandako gora beheren analisia burutuko dut. Honako gai hau hautatu dut, izan ere, ia ohartu gabe gizartean izugarritzko garrantzia dute dibisek. Atzerrira oporretan joatean, interneten bidez beste herrialde batzuetatik erosketak egitean, inbertitzean zein beste hainbat egoeratan erabiltzen ditugu. Gainera, dibisen balioak merkataritza eta inbertsio eragiketetan eragin handia dauka. Beraz, hainbat jardueratan erabiltzen ditugu eta hauen balio aldaketek herrialde baten lehiakortasunean edo ekonomiaren osasuna adieraztean zeresan handia dute.

Ondorioz, lan honetan lau dibisetan gertatutako balio aldaketak aztertuko ditut eta euroa izango da guzti hauetatik nire analisiaren oinarria. Aukeratu ditudan beste hiru dibisak Estatu Batuetako dolarra, Britainia Handiko libra esterlina eta Japoniako yena dira. Dibisa hauen hautaketaren arrazoiak hurrengoak dira: dolarra dibisen merkaturan gehien erabiltzen den moneta da, Britainia handiko libra Europar herrialdeetatik euroa erabiltzen ez duen monetetan garrantzitsuena da eta Japoniako yena garrantzi izugarria hartzen ari den dibisa da euroari postuak irabaziz.

Helburuak eta azpi-helburuak

Hurrengo helburuak planteatu dira lanean:

Helburu nagusia:

- Krisi garaian banku zentralek hartutako moneta politikek dibisen gain izan zuten eragina aztertzea da, kanbio tasetan eragiten duten faktore ezberdinen analisia eginez.

Azpi-helburuak:

- Krisi garaian etapa ezberdinen analisia eta kanbio tasetan eragin zuten faktore ekonomikoen antzematea.
- Dibisen kanbio tasetan eragiten duten faktoreen identifikazioa eta hauen garrantziaren analisia.
- Banku Zentralek ekonomian eragiteko dituzten politiken artean kanbio tasetan eragiten dutenen azterketa eta analisiaren oinarria euro zona denez, Europako Banku Zentralaren deskripzio orokorra.

Egitura

Aurreko helburu eta azpi-helburuak bete ahal izateko, lehenengo analisiaren testuingurua aztertuko dut, hau da krisi garaia. Hemen munduko egoera nolakoa zen ikusi ahal izango da eta azterketa honek gero dibisen merkaturan izan zuen eragina ulertzen lagunduko digu. Krisiaren jatorria eta bilakaera azalduko ditut eta lau etapatan banatuko dut, ondoren helburu nagusia honako hauetan garatu ahal izateko.

Bigarren, kanbio taseen gora beherak aztertu ahal izateko, dibisa eta kanbio tasei buruzko azalpen bat burutuko dut eta baita hauetan eragiten duten hainbat faktore baldintzatzailei buruzkoa ere. Azkenik, lanaren garrantzi handiena euro zonak duenez eta bertako moneta bakarrak, EBZari buruzko azalpena burutuko dut eta baita har ditzakeen moneta politikena ere.

Hiru atal hauek aztertu ondoren lanaren helburua den dibisetan eragindako faktoreen azalpena burutuko dut. Moneta politikak garrantzitsuak direnez, Europako Banku Zentralaren erabakiez gain, Estatu Batuetako Erreserba Federala, Japoniako Banku Zentralean edo Ingalaterrako Banku Zentralaren erabakiak ere aipatuko ditut, dibisetan eragin handia izan baitzuten. Gainera, beste faktoreen artean, aldaketa politiko edo Brexita, zorren gaineko krisiak, ziurgabetasunaren ondoriozko arazoak eta bestelakoak ere aztertuko ditut dibisa hauetan eragin garrantzitsua izan zutenean. Guzti hau lau zatitan banatuko dut, hau da, krisi garaia banatuko dudana etapa berdinetan eta bakoitzaren amaieran, dibisen balio aldaketen zergatien laburpen bat burutuko dut.



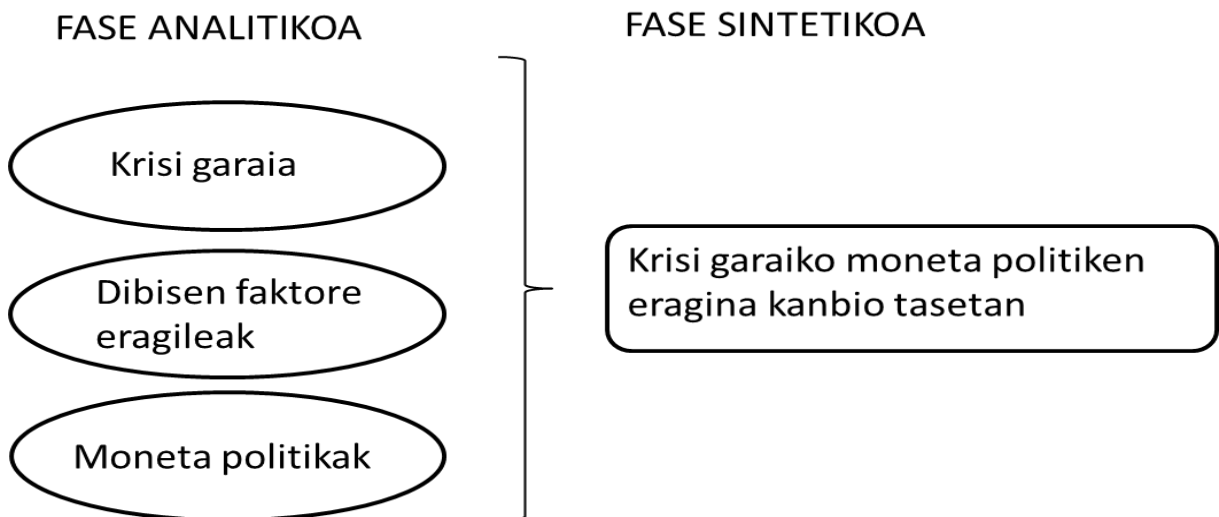
Metodologia

Gradu amaierako lan honetan planteatutako helburua bete ahal izateko, plangintza bateko pausuak jarraitzea beharrezkoa izan da. Honetarako erabili dudan metodologia, analitiko-sintetikoa izan da. Honako honek dioenez, garatu beharreko azterketaren objektua elementu osagarrietan banatu behar da eta hauetako bakoitza banan-banan aztertu. Ondoren, ezarritako helburua eta honen ulermen globala lortu ahal izateko partzialki lortutako emaitzak ondorio multzo batean biltzean datza (Soldevilla, 1995).

Kasu honetan, krisi garaian moneta politikek kanbio tasetan izan duten eraginaren analisia burutzeko, beharrezkoa izan da gai honetan eragiten duten alderdien banakako analisia burutzea. Hiru aspektu orokor azaldu ditut: krisi garaia; dibisak eta hauetan eragiten duten faktoreak; eta moneta politikak eta Europako Banku Zentrala. Honetarako, hainbat iturritik bilatutako informazioa erabili dut. Hain zuzen ere, informazio hau liburuetatik, hainbat instituzioren txostenetatik, inkestetatik eta prentsa berri ugaritatik atera dut. Honetarako, UPV-EHUko liburutegiaz, "Google scholar" bilatzaileaz, banku zentralen eta Nazioarteko Diru Funtzaren web orrialdeez eta prentsa ekonomikoaren web orriez eta egunkariez baliatu nahiz.

Guzti honekin, 1. Irudian islatu dudan moduan, krisiaren testuinguruan, dibisetan eragiten duten moneta politiken erabileratik abiatuz, kanbio tasetan geratutako balio aldaketen analisia burutu dut. Honetarako, interes tasei buruzko informazioa EBZaren urteko eta hileroko txostenetatik eta datosmacro.com orrialdetik atera dut, kanbio tasen datuak infomercados.com orrialdetik atera ditut eta azkenik, inflazioen datuak Munduko Bankuaren datu basetik atera ditut. Honako datu guzti hauek, grafikoetan bildu ditut, moneta politikek eta bestelako faktoreek kanbio tasen eboluzioan izandako eragina aztertu ahal izateko. Gainera, Banku Zentralek hartutako erabakiei eta bestelako aldagaiei buruzko informazioa prentsa ekonomikotik, eta beste hainbat txostenetatik atera dut.

1. IRUDIA: LANAREN METODO ANALITIKO-SINTETIKOA



Iturria: norberak egina.

Proiektua garatzerakoan egindako prozesuak gaiari buruzko nozioak hobetzea, hausnartzea eta honen garrantzia ulertzea ahalbidetu dit. Gainera, analisi sakon honek, hainbat ondorio baliagarri lortzean lagundu dit gogoeta jarrera bultzatuz.

2. ATZERALDI HANDIA

Lehenengo, lanean aztertuko ditudan moneta politiken testuingurua azalduko dut. Hau da, krisiaren bilakaera aztertuko dut eta lau etapatan banatu, izan ere, oso ezberdinak izan ziren euren artean. Gainera, krisi garaian gertatutako bestelako faktore ugari ere dibisetan eragiten dute eta honako hauek ere kontuan izango ditut kanbio tasen balio aldaketak aztertzerakoan.

1. GRAFIKOA: ESTATU BATUETAKO BALORE BURTSAK, 1990-2014



Iturria: Arturo Guillén “La crisis global en su laberinto” (2015)

2003 urtean, NASDAQ (Nueva York-eko burtsa elektronikoa) krisia sortu zen eta batez ere Estatu Batuetako balore burtsek beherakada izugarria izan zuten. Hala ere, erreperatu egin ziren eta 2007 hasieran irabazi handiak izan zituzten. Merkatu hauen erregulazio falta izugarria zen.

Frank Partnoy (2003) izan zen erregulazio falta honetaz idatzi zuen autore gutxienetarikoa, berak zioen: “merkatu finantzarioetako edozein erregulazio ilusio bat bakarrik da, eta ez errealtatea. Azken hamarkadan merkatuak erortzeko zorian egon dira hainbat alditan, eta gaur egun sistema osoaren kolapsoa gertatzeko aukerak inoizko handienak dira” (Guillén, 2015). Honako honek, “subprime krisia” nolabait antzemateko ebidentziak eman zituela uler daiteke. Hala ere, autore honek eta beste batzuek ematen zituzten abisuak ez ziren entzuten. Analista konbentzional gehienek hazkunde ekonomikoaren atzerakada leun bat espero zela zioten eta behin behineko inflazio hazkundearen presioa.

Munduko krisiaren aleak hazkunde altuko urteetan eta interes baxuetakoetan landatu ziren, hauek baikortasun eta gehiegizko arrisku hartze erabakiak eragin zituzten eta hainbat motatako hutsegiteak sortu zituzten: merkatu diziplinan, finantza erregulazioan, politika makroekonomikoetan eta munduko gainbegiraketan. Epealdi honetan, munduko finantza sistema izugarri handitu zen eta arrisku gutxiagokoak eta errentagarritasun handiagokoak ziruditen instrumentuak sortu zituen (NDF, 2009).

2007 urtearen hasieran higiezinaren sektorearen arazoak agerian geratu ziren eta merkatu honetan sortzen hasi ziren arazoak, finantza sektorerako hedatzen hasi ziren. Erreserba Federalaren (hemendik aurrera FED) moneta politikaren aldaketa inflexio puntu bat izan zen Estatu Batuetako hipoteken merkatuan. 2004ko uztailetik 2006ko uztailera, interes tasa ofizialak 425 puntu basikotan igo ziren, “subprime” segmentuko zordunen ordaintze gaitasuna izugarri murriztuz. Honek, epealdi honetan lehenengo aldiz etxebizitzaren prezioa jaitea eragin zuen eta aldi berean hipoteken merkatuan berankortasun indizeak handitzea (Álvarez, 2008).

Hemendik aurrera prozesua azkartu eta mesfidantza indartu zen inbertsiogileetan. Hauek, denak batera beraien posizioak berreskuratzen hasi ziren egoera okertuz, izan ere etxebizitzaren prezioen beherakadak esponentzialki jarraitu zuen eta berankortasuna izugarri igo zen hipotekei lotutako produktuak hondatuz (Krugman, 2009). Erregulazio ezak, finantza liberalizazioak eta zorpetze espiralak, kapitalaren zentralizazio izugarria ekarri zuten banku komertzial eta inbertsio bankuen artean. 2005ean, hamar banku handienek, bankako aktiboen % 55a zuten; “porrot egiteko handiegiak” (too big to fail) egitura finantzarioa sortu zen.



Higiezinen karteren lehenengo finantza ahultasun sintomak “subprime” hipoteketan agertzen hasi ziren hipoteka sozietate ugari ahulduz. Arazo hauek beste sektore batzuen irabazi txikiekin topo egin zuten, batez ere Estatu Batuetako automozio sektorea, denbora luzean zehar galerei aurre egiten zirauena Europa eta Japoniako sektore hauen lehiaren ondorioz.

Hala ere, Estatu Batuetako politika ekonomikoaren arduradunek hedapenaren jarraipenarenganako konfiantza adierazten jarraitzen zuten. 2007ko ekainaren 5ean, hau da finantza ekaitza hasi baino hile bat lehenago, Bernanke FED-eko presidentea esan zuenez: “etxebizitzaren eskariaren iragarpenen ohiko ziurgabetasun egoerari subprime hipoteken merkatuaren azkenaldiko gertakariak gehitu behar zaizkio. Subprime maileguak ia hirukoiztu egin ziren 2004 eta 2005 bitartean etxebizitzaren boom-arekin batera. Gainera, etxebizitzaren prezioak beheratzeak, interes tasen igoerak eta hazkunde ekonomikoaren moteltzeak arrisku handiko mailegu hartzaileen artean berankortasun tasa handitzean lagundu zuen. Hala ere, oinarritzko faktoreek – sarreren hazkunde sendoa eta interes tasa nahiko baxuak – etxebizitzaren eskarian lagundu beharko lukete. Zaila da subprime sektoreko arazoek ekonomian orokorrean edo finantza sisteman eragitea” (Guillén, 2015).

Errealitatea estaltzeko jarrera hau hainbat erakundetatik etorri zen 30eko hamarkadako Depresio Handitik izandako krisi finantzario handienaren sorreratik hain data hurbiletan. Nazioarteko Diru Funtsak (hemendik aurrera, NDF) apirilean Estatu Batuetako hipoteka merkatuaren turbulentziak bigarren mailakoak eta kontrolatu ahal zirenak zirela esan zuen, eta munduko ekonomiak 1970etik momentu onenak igarotzen zituela (NDF, 2007).

Munduko krisi ekonomikoa deritzogu azken urteotan merkatu finantzario eta ekonomia errealean jasandako krisiari, mundu mailan eragin duena. Detonatzailerik gisa 2007ko udan eztanda egin zuen Estatu Batuetako higiezinen burbuila hartzen da, arrisku handiko hipoteken sektoreko gehiegizko berankortasunaren ondorioz “subprime” hipoteken krisia sortuz. Kaudimengabezia arazoek finantza kate osoan eragin zuten: hipoteken zordunak, kontsumitzaileak, hipoteka sozietateak, eraikuntza enpresak, inbertsio bankuak, banku komertzialak, estaldura funtsak eta beste bitartekari batzuk. Hipoteka sozietateak porrotean sartu ziren. Estatu Batuetako inbertsio banka nagusiak – Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Morgan Stanley -, porrot egin zuten, erreskatatuak izan ziren edo banku komertzialekin fusionatuak.

Krisia, 2008koa kontsideratzen da urte honetan finantza sistema guztietara hedatu zelako eta duela ia 10 urte Lehman Brothers bankuaren erorketarekin erlazionatzen da. Beste hainbat erakundek ere arazo larriak izan zituzten hipotekei lotutako instrumentu finantzarioen ondorioz, hala nola: AIG aseguratzaile erraldoiak (baliabide publikoekin erreskatatu zena) eta funts instituzionalek (hedge funds eta kapital pribatuaren funtsak). Gainera, munduko hainbat megabanku komertzial ere krisian barneratu ziren, besteak beste: HSBC (Britania Handia), Deutsche Bank (Alemania), Bank of America etab.

Etxebizitza krisiak epizentroa Estatu Batuetan izan bazuen ere, ez zen herrialde honetara mugatu. Izan ere, etxebizitzaren booma ez zen herrialde honetan bakarrik gertatu, eta beraz, Estatu Batuetan krisi hau sortu zenean, higiezinen prezioen murrizketa mundu mailako fenomeno bilakatu zen. Gainera, finantza globalizazioaren ondorioz, hipotekei lotutako kreditu esposizioa, bono eta deribatuak ez ziren Estatu Batuetako bankuetara mugatu, baizik eta Europa, Japonia eta beste herrialde batzuetako banku eta bitartekari finantzarioetara ere.

Krisia globala da bere dimentsio bereziagatik eta egitura finantzario osoari eragin diolako. “Subprime” hipoteken krisi bezala hasi zen eta erregulazio eza eta globalizazio finantzarioaren ondorioz, krisi finantzario globalean bilakatu zen. Beldurra izu bihurtu zen finantza sistemako hainbat erakunderen egoera txarra entzutera ematean.



Krisi finantzarioaren bilakaeran, FED hasieran kontuz ibiltzetik izura igaro zen, moneta politika erlaxatuz gero, inflazioa igotzearen kezka eta proportzio handiko errezezioaren eta kapital merkatuen porrot sistemikoaren beldurra nabarmenduz. Orduan, 2007ko abuztuan interes tasen beherako ezarpenak hasi zituen eta geroago, baita Europako Banku Zentralak (hemendik aurrera, EBZ) eta beste banku zentral batzuek ere. New York Times-ek baieztatzen zuen moduan, Bernanke politikaren noranzkoa aldatu zuen “printzipioetan oinarriturik, hegaldi determinatura”, egunez egun gogortuz zioan krisi batean (The New York Times, 2008a). Politika hauek berebiziko garrantzia izan zuten dibisetan eta hauen balio aldaketak aztertzerakoan aipatuko ditut.

Gaur eguneko krisiak 2007an egin zuen eztanda eta Guillén autorearen aburuz gaur egun arte lau etapatan sailka daiteke, eta hauek jauzi garrantzitsuak izan dituzte bere ibilbidean zehar:

a) Lehenengo etapa, Finantza Krisia: 2007ko abuztutik 2008ko irailera. Etapa honetan, “subprime” hipoteken krisia azaleratu zen eta pixkanaka hipotekei lotutako deribatu eta bonoen merkatuaren kolapsoa gertatu zen. Bestalde, produkzio ekonomian eragina oso leuna izan zen eta analista askok zalantzan jartzen zuten finantza krisiak errezezioa sortzeko aukera eta askoz gutxiago hau mundu guztira zabaltzekoa. Krisia batez ere Estatu Batuetan nabaritu zen etapa honetan eta honen ondorioz erabaki ugari hartu behar izan ziren, dolarraren balioa nabarmenki eragin zutenak.

Nahiz eta krisiaren epizentroa Estatu Batuak izan zen, beste ekonomia aurreratu batzuetako finantza instituzioak ere kaltetu zituen eta beraz, krisia mundu osoan zehar zabaltzen hasi zen. NDFaren 2008ko txostenaren arabera, hiru gertakari nagusik eragin zuten batik bat munduko ekonomian epealdi honetan: finantza krisiaren sakontzea eta ekonomia aurreratu batzuen hazkundearen beherakada, hazkunde bideko herrialdeen ekonomiaren hazkunde, eta mundu osoan gogortutako presio inflazionistak, batez ere lehengaien prezioen igoera izugarriak eraginda.

b) Bigarren etapa, Errezezio Handia: 2008ko irailetik 2009ko martxora. Etapa honen ezaugarri nagusia errezezio orokorraren hasiera izan zen. 2008-2009 Atzeraldi Handia, 30eko hamarkadan jasandakotik kapitalismoan jasandako gogorrena izan zen. NDFaren datuen arabera, munduko Barne Produktu Gordina (hemendik aurrera BPG) % 0,5 jaitsi zen hamarkada ugaritik lehenengo aldiz, gainera atzeraldialdiak herrialde aurreratuetan indar handiagoa izan zuen. Bestalde, etapa honetan atzerriko kapitalaren kentze latza eman zen, politika kanbionarioan eta anti-inflazionarioan eraginez.

Beraz, gobernuen esku hartzeak etapa honetan oso garrantzia handia izan zuen eta krisiaren herrialde ezberdinetako eraginak dibisen balioetan eragin zuen. Ziurgabetasun egoera izugarri honetan, kanbio tasetan gora behera ugari sortu ziren geroago azalduko ditudanak.

c) Hirugarren etapa, Europar Batasunean oinarritutako krisia: 2009ko martxotik 2013ra. Sektore kontserbadoreenarentzako 2009ko lehenengo hileak krisiaren amaiera islatuko zuen: merkatu finantzarioen egonkortasuna lortu zen eta berreskurapen ziklikoaren prozesu geldoa hasi zen. 2010eko urtarrileko txostenean, NDF-ak zera zioen: “munduko berreskurapena espero baino indar handiagoarekin hasi da, baina lurralde bakoitzean erritmo ezberdinean dihardu aurrera. Azkenaldiko historiako munduko atzerapen txarrenaren ondoren, hazkunde ekonomikoak indarra hartu du 2009ko bigarren seihilekoan eta ekonomia aurreratuetara zabaldu da”.

Hala ere, ikuspegi hau errealitate urrun zegoen. Izan ere, nahiz eta gobernuen erreskate programek eta herrialde aurreratuen banku zentralen likidezia injekzioek mundua salbatu zuten denbora batean depresiotik, krisia amaitzetik urrun zegoen. Egia zen errezezioa bukatu zela, baina krisiak eta irteeraren ziurgabetasunak egoten jarraitzen zuten. Etapa honen ezaugarri nagusiak hurrengoak izan ziren: produkzio jardueren berreskurapen irregular eta ez ziurraren hasiera, kredituen mugatzearen jarraipena, banku eta entitate finantzarioen erreskate programak, espekulazioaren berrabiaraztea eta dibisen gerra deiturikoa, esportazio bidez herrialde batzuek krisitik ateratzeko egindako saiakeragatik.



Etapu hau izan zen konplexuena eta kontraesankorra. Krisiaren lehenengo etapan turbulentsiak finantza sistematik produkzio ekonomiara igaro ziren. Ordea, bigarren eta hirugarren etapetan, mugimenduak bi noranzkoetan gertatu ziren: finantzetatik produkziara eta alderantziz. Honako turbulentsia hauek ere dibisen balioen gain eragin zuten.

Etapu honetan, fokua Europara igaro zen. 2010ean azaleratu zen Greziako krisia, berreskurapena hondatzera etorri zen eta munduko krisia beste fase konplexu batean barneratu zen. Gainera, 2011ko maiatzean erreskatea eskatzeko aldia Portugalari etorri zitzaion. Finantza ahultasuna euro zonako beste herrialde batzuetara ere igaro zen: Espainia, Frantzia, Belgika eta Italia hain zuten. Honek euro zonaldean tentsio ugari sortu zituen euroaren gain eragin zutenak.

Deflazioaren arriskua estaltzeko, etapu honetan EBZak, FEDak, Ingalaterrako Bankuak (hemendik aurrera, BoE), Japoniako Bankuak (hemendik aurrera, BoJ), Kanadako Bankuak eta Suitzako Bankuak batera jardutea erabaki zuten likidezia injektatzeko, oharrean zioenez, hurrengo helburuarekin: merkatu finantzarioei tentsioa kentzeko eta etxebizitza eta negozioen kredituen tentsioak leuntzeko, horrela jarduera ekonomikoa sustatuz (El País, 2011a).

d) Laugarren etapu, Berreskurapena: 2013tik aurrera. 2013 eta 2014an Europak krisian jarraitzen bazuen ere, munduko ekonomia berreskurapen leun bat jasaten hasi zen. NDFak 2011ko lehenengo erdian ekonomia aurreratuetan egondako hazkundea iraunkorra izango zelako egindako interpretazioan erratu egin zela onartu zuen, izan ere espektatiba hauek okertu eta hazkundea gelditu zen.

Beraz, herrialde aurreratuek ez zuten oraindik atzean utzi krisi finantzarioa. Bankuak ez zeuden oraindik nahiko birkapitalizatuak eta enpresek arazoak zituzten finantzazioa eskuratzeko, ondorioz inbertitzeko errezeloa zuten eta ez zuten lanposturik sortzen. Hala ere, etapu honen hasieran ez zen atzeraldirik egon, baizik eta geldialdi sentsazioa.

3. DIBISAK ETA FAKTORE BALDINTZATZAILEAK

Aurreko testuinguruan gobernuek eta moneta autoritateek hainbat erabaki hartu zituzten egoerari aurre egiteko eta hauek oso garrantzia handia izan zuten dibisen gain. Gainera, munduko ziurgabetasunak, hauen balio aldatzeetan eragin handia izan zuen. Atal honetan beraz, dibisak definitu eta hauek eragiten duten faktoreak azalduko ditut geroago hauek aztergai ditudan kanbio tasen gainean izandako eragina aztertzeko.

Dibisak definitzeko definizio ofizialik ez dagoen arren, bereziki bi aktibo mota barneratuko ditugu, betiere titularraren egoitza den herrialdearekiko moneta ezberdin batean izendatuta badaude: atzerriko moneta egoiliarren banku gordailuak eta aurreko kontuak mugiarazteko erabiltzen diren ordainketa bitartekoak (txekeak, transferentziak...). Adibidez, librak edo libratan adierazitako deposituak, edozein titularrentzako dibisak izango dira, Britainia Handiko egoiliarrentzat izan ezik; kasu honetan, nazioko moneta litzateke (González, 2000).

Dibisak beste batzuen funtziopean adierazten dira, eta honi kanbio tasa deritzo eta dibisen merkatuan edo forex merkatuan ezartzen da. Beraz, kanbio tasak moneta jakin baten prezioa beste moneta batekiko neurtzen du. Laburbilduz, dibisek berezitasun bat dute: ordainketak negoziatzen diren ondasun berdinarekin (dirua) burutzen dira eta ondasun honen prezioa kanbio tasa da.

Gainera, kanbio tasa bi modutan adierazi ahalko da oinarri gisa herrialde bateko edo besteko moneta unitatea kontuan hartuz gero: forma zuzena edo zeharkakoa. Zeharkako forma da EBZak euroarekiko erabiltzen duena eta beraz, aztergai ditudan hiru kanbio tasen forma.

Forex merkatua, munduko merkatu handiena da, Nazioarteko Ordainketa Bankuak 2016an burututako prentsa oharrean adierazienez, 2016ko apirilko datuei dagokienez egunero batz beste 5,1 milioi

dolar mugitzen baititu, 2. Grafikoan ikus daitekeen moduan. Operatzaileek merkatu hau erabiltzen dute moneta bat beste batean bihurtu behar dutenean.

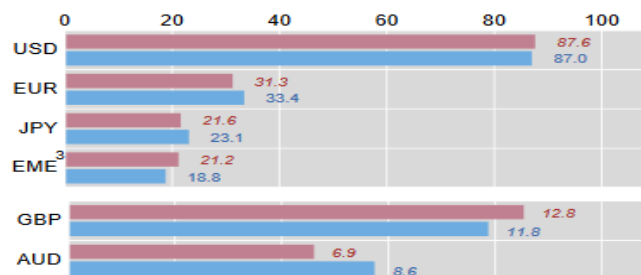
2. GRAFIKOA: FOREX MERKATUA 2016



Egilea: norberak egina. Iturria: Nazioarteko Ordainketa Bankuaren hiru urteko txostena (2016)

3. grafikoan ikus daitekeen moduan, Estatu Batuetako dolarra da negoziazioan gehien erabiltzen den moneta; hau da 2016ko apirilean gutxi gora behera % 88. Euroak bigarren moneta negoziatuena izaten jarraitzen badu ere, bere parte hartzea % 31ra arte jaitsi da 2010eko apirilean lortutako % 39ko maximotik urrun eta honen arrazoi nagusia, yeneren presentzia areagotzearena izan da. Gainera, libra Europako bigarren moneta garrantzitsuen da operazio kopuruari dagokionez. Beraz, dibisa hauen garrantziaren ondorioz, krisian zehar euroarekiko izandako kanbio tasen bilakaerak aztertuko ditut.

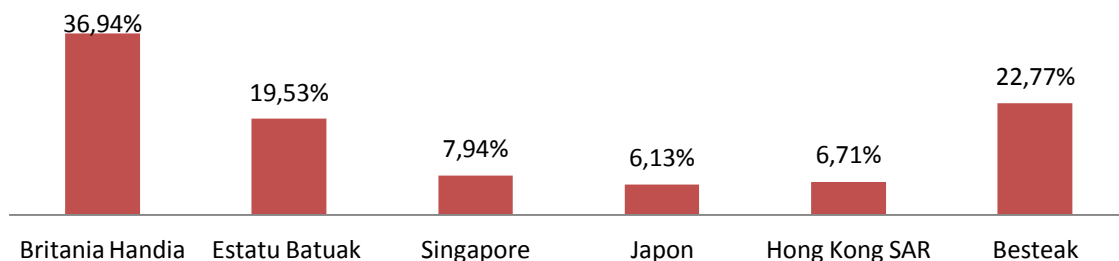
3. GRAFIKOA: FOREXEAN NEGOZIAZIOAN MONETEN ERABILERA



Iturria: BIS Triennial Central Bank Survey (2016)

Leku zehatz batean dibisen merkatua fisikoki aurkitzea zaila bada ere, ziurra da finantza zentro batzuk zuzenean lotu daitezkeela merkatu honekin, hala nola, Londres; izan ere, munduko transakzio gehienak hemen ematen dira. Bigarren handiena Nueva Yorkekoa da eta garrantzi gehien duten beste hiru merkatu nagusi daude: Singapore, Hong Kong eta Japon hain zuzen. Beste guztien artean, esanguratsuenak Frantzia, Suitza, Australia eta Alemania dira.

4. GRAFIKOA: HERRIALDE BAKOITZEAN EGINDAKO ERAGIKETA KOPURUA (2016)



Egilea: norberak egina. Iturriak: Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets in 2016



Errealitatean, ez da zuzena zentro ezberdinez hitz egitea, baizik eta munduko merkatu bakar baten zatiez, non hainbat leku estuki lotuta dauden komunikabide aurreratuenen bidez. Gainera, 24 orduz dago zabalik munduko edozein lekutan, beraz, edozein momentutan egin daitezke salerosketak.

Dibisen merkatuaren partaide nagusiak bankuak, banku zentralak, operadoreak (brokerrak), enpresa ez finantzarioak, pertsona fisikoak eta inbertitzaile instituzionalak dira. Herrialde bakoitzeko edo zona monetario bakoitzeko banku zentraleri dagokienez, dibisen merkatuan jarduten dute beraien moneta edo beste dibisaren bat sal-erosiz beraien monetaren balioa kontrolatu edo egonkortzeko asmoz, faktore honek ekonomian duen garrantziaren ondorioz.

Kanbio tasa prezio bat da eta beste prezio guztien gisa, gora beherak ditu. Kanbio tasen mugimenduak bi arrazoiengatik gertatzen dira: merkatuaren aldaketengatik edo moneta agintarien erabakiengatik. Lehenengo kasuan, dibisen merkatuan eskari eta eskaintza aldaketen ondorioz ematen dira kanbio tasaren mugimenduak, nazioko moneta apreziatu edo depreziatuz atzerriko beste monetetikiko. Bigarreanean, herrialdeetako agintari monetarioek hauek kontrolatzeko hainbat mekanismo dituzte.

Dibisen merkatuan oinarrituz, moneta baten eskaria eskaintza baino handiagoa denean, honen merkatuko prezioan hazkunde bat emango da, hau da, apreziatu egingo da; eta alderantziz. Hurrengoak dira eskari eta eskaintzaren arteko ezberdintasunak ematearen lau zergatiak (Mascareñas, 2001):

- Ondasunen nazioarteko merkataritza: beste herrialde batzuen ondasunen eskuratzeagatik.
- Inbertsioa: pertsonen atzerrian ezarritako errekurtso finantzario kopurua aldatzea erabakitzea.
- Espekulazioa: dibisen eskuratze edo salmentan oinarritua moneta bat bestearengatik aldatzean irabazia lortzeko esperantzarekin. Gainera, espekulazioan diharduten agenteek eragin handia izaten dute gora beheretan.
- Arbitraia: jarraian merkatu batean prezio txikiago batekin moneta bat erostean eta beste batean prezio altuagoan saltzean datza. Honekin, irabazia ziur lortuko da eta gainera merkatu ezberdinetan kanbio tasa berdinek kotizazio antzekoak izatea eragingo du.

Lehenengoa izan bada ere dibisen eragiketen oinarria, espekulazio eragiketak dira nabarmenenak merkatu honetan. Izan ere, paritate finkoak egoteari utzi zienean eta kanbio tasa flotatzaileak ezarri zirenean, truke eta diru merkatuetan espekulazioa bultzatu zen. Aurreko lau motibazioen funtziopean, kanbio tasen aldaketak azaltzen dituzten teoria nagusiak ondorengo bi faktoreetan oinarritzen dira:

- **Interes tasa:** herrialde baten edo beste batean inbertitutako kapitalean eragiten dute, herrialde hauek ematen duten ordainsariaren arabera, gehiago edo gutxiago inbertituz. Hau da, beste herrialde bateko aktibo berdin batean inbertitzeagatik interes tasa altuagoa bada, herrialde horretara eramango da kapitala moneta hori eskatuz eta apreziatzea eraginez, eta herrialdeko moneta depreziatuz. Moneta baten interes tasa beste monetetikiko handitzen bada beraz, moneta horri lotutako finantza tresnak erosi nahiko dira eta hau egin ahal izateko, lehenik moneta hori erosi beharko da bere kanbio tasa indartuz.
- **Inflazio tasa:** produktu edo zerbitzuen prezioarekin harreman zuzena du, honek eragiten baitu atzerrian produktu gehiago edo gutxiago erostea; hau da, moneta batek jasaten duen inflazioak honekin erosi daitezkeen ondasunen kopurua murriztea eragiten du. Hau kontuan izanik, denbora tarte batean moneta baten inflazio tasa beste batena baino handiagoa izaten denean, inflazio handiena jasaten ari den monetaren balio galtzea islatuko da moneta bien kanbio tasan. Izan ere, herrialde baten inflazio tasa igotzen bada eta beste herrialdearena mantentzen bada, inflazio tasa handiagoa duen herrialde horretako ondasun eta zerbitzuak garestiagoak izango dira. Beraz, beste dibisaren eskaria handituko da hau apreziatzea eraginez eta inflazioa handitu den herrialdeko monetaren balioa depreziatuz.



Moneta politiken arduradunek interes tasetan eragin dezakete moneta merkatuetan zirkulazioan dagoen diru kopurua mugatuz eta gainera hauek inflazioa ere kontrolatzen dute. Beraz, bi aldagai hauek bereziki eragiten dute dibiseta eta faktore garrantzitsuenetakoak dira. Ondorioz, kanbio tasak, merkatu efiziente baten prezio gisa, etorkizuneko balioen espektatiben menpe du zuzenean egungo balioa.

Merkatu erreal eta finantzarioan eragiten duten hurrengo aldagaien eboluzioaren menpean ere badaude kanbio tasak (Mascareñas, 2001):

- Finantza aktiboen eskaintza: moneta baten eskaintza azkar areagotuko balitza – edo moneta horretan zorraren eskaintza-, moneta horretako finantza aktiboen balioa jaitsiko litzateke, eta honek monetaren balioa murriztea eragingo zukeen.
- Baliabideen aldaketa: herrialde baten baliabide edo aberastasuna handituko balitz, moneta indartuko litzateke, aurrezki pribatu handia duten herrialdeek beraien monetaren balioa apreziatzen dela ikusten duten moduan.
- Hitzarmen instituzionalak: moneta bat erreserbak mantentzeko eta nazioarteko kontuak izendatzeko erreferentzia denean, honek eskari handia dakar moneta horren balioa beste kasu batzuetan izango zena baino handiagoa eginez.
- Banku Zentralaren esku-hartzea: Banku Zentralek moneta bat erosi edo saltzean eskari eta eskaintzan eragiten dute, eta beraz, honen kanbio tasan.
- Politikoak: faktore politikoek eta hartutako erabaki ezberdinek nazioko hainbat faktoretan eragin dezakete dibisen kanbio tasan eraginik.
- Egoera ekonomikoa: herrialdeetako datu ekonomikoen ezberdintasunek ere eragiten dute.
- Ziurgabetasuna edo konfiantza: herrialde edo moneta baten gaineko ziurgabetasunak, honen balioa murriztean eragiten du; eta alderantziz.

Beraz, kanbio tasa eta hauen aldaketak merkatu erreal eta finantzarioetan momentu horretan eragiten duten faktoreen eta hauek etorkizunean izango dituzten balioen espektatiben menpe daude. Merkatuak espero duenaren arabera kanbio tasetan aldaketak ematen dira, hau da, gertatu baino lehen eragiten du merkatuak dibiseta, esperotakoaren arabera. Datu edo gertaera hauei dagokien neurria edo zifra ezagutzerakoan, merkatuak alderatu eta erreazionatu egiten du. Operatzaileek merkatuko iragarpenei aurreratuz jarduten dute; aurretik aipatu ditugun faktore garrantzitsuetan oinarrituz, kanbio tasek izango duten mugimenduak aurreratzen saiatzen dira. Gainera, merkatuek zurrumurru batzuen aurrean ere erreazionatzen dute eta hau egiaztatu edo ezeztatzerakoan bilakaerarekin jarraitu edo aurkako noranzkoa hartzen du.

4. EBZ ETA MONETA POLITIKAK

Aurreko bi faktore garrantzitsuetan (interes tasa eta inflazio tasa) banku zentralen esku-hartzeak zeresan handia du, beraz esan dezakegu instituzio hauek monetaren kanbio tasan eragiteko gaitasun handia dutela. Lan honetan, krisi garaian aztergai ditudan dibisei dagozkien banku zentralek nola jardun duten aztertuko dut eta nola eragin dioten hauen jarduerak kanbio tasei. Lanean garrantzi handiena duen esparrua euro zonaldea denez, EBZ eta moneta politikak aztertuko ditut atal honetan.

Europar Batasuneko Tratatuan (hemendik aurrera EBT) adierazita daude Eurosistemaren eta Banku Zentralen Europar Sistemaren (hemendik aurrera BZES) funtzioak. Helburu nagusitzat euro zonan prezioen egonkortasuna mantentzea dute, hau da, inflazioa kontrolatzea; honela ezartzen da EBTn.

Gainera, itun honetan, Eurosistemaren ordezkari BZESaz hitz egiten da, momentu honetan EBeko herrialde guztiek jasoko zutela euroa espero baitzen. Hau honela ez denez, Eurosistema da BZESren funtzioak aurrera eramaten dituena. Eurosistema EBZak eta euroa monetatzen duten EBko estatu partaideen banku zentral nazionalak osatzen dute eta BZESa EBZak eta EBko herrialde guztien banku zentral nazionalak osatzen dute (EBZ, 2011).



BZESaren helburu nagusia itunaren arabera “epe ertainean prezioen egonkortasuna mantentzea izango da” eta helburu hau kaltetu gabe, BZESak “batasunaren politika ekonomiko orokorre lagunduko die”. Beraz, prezioen egonkortasuna EBZaren politika monetarioaren eta EB osoaren helburua da. EBZaren eskumenak, Eurosistemaren bidez aurrera eramango direnak EBTko 127 artikuluekin bat hurrengoak dira:

1. Euro zonan moneta politika definitu eta gauzatu.
2. Ezarritako politika kanbiario batekiko, dibiseta eragiketak egin. Europar Kontseilua da politika kanbiarioa ezartzen duena, baina honek EBZarekin kontsultatu behar du politika kanbiarioa jarraitu beharreko helburuekin bateragarria izateko.
3. Euro zonako herrialde partaideen dibisa ofizialen erreserbak eduki eta kudeatzea.
4. Ordainketa sistemen funtzionamendu ona sustatzea.
5. Kreditu erakundeen prudentziazko gainbegiraketa politiken gestio onean laguntzea eta baita finantza sistemaren egonkortasunean.

Ikus daitekeenez, lehenengo hiru funtzioak dibisekin dute zerikusia eta honek kanbio tasetan aldagai hauek duten garrantzia azpimarratzen laguntzen du. Izan ere, EBZaren helburu nagusia dibisak ez badira ere, hauetan eragiten duten erabaki asko hartzen ditu. Beste funtzio batzuk baditu ere, lan honetan garrantzi handiena moneta politikek eta dibisen gainean burutu ditzakeen ekintzek dute.

Kontuan izan behar da EB eraketan dagoen proiektu ekonomiko politiko bat dela eta 1999an euroa barneratu zenetik, euro zona zazpi aldiz handitu dela eta gaur egun 19 herrialdek osatzen dutela. EBZaren definizioa ondorengoa litzateke: “Europako Banku Zentrala Europako moneta bakarraren bankua da, euroarena. Bere funtzio nagusia euroaren erosteko ahalmena mantentzea lortzea da eta honekin, euro zonaren prezioen egonkortasuna. Euro zona 1999 urtetik euroa bereganatu duten Europar Batasuna osatzen duten 19 herrialdez osatzen da” (EBZ, 2011). Euroaren erosteko ahalmena mantentzeko, inflazioa da kontrolatu behar duen aldagaia eta honek kanbio tasetan eragiten du, eta baita helburu nagusia lortzeko erabiltzen dituen politika askok ere.

Definizioan banku zentral honek duen berezitasunetako bat ikus dezakegu, hau da, gaur egun arte nazio bakoitzak bere banku zentrala izan du eta European gaur egun hainbat nazioen banku zentral bakarra dago. Berezitasun honek, hartzen dituen erabaki eta burutzen dituen jarduerak baldintzatzen ditu.

Moneta politika exekutatzekoan, EBZak kanbio tasa kontuan izaten du prezioen egonkortasunen ikuspegi eta ekonomia orokorraren egoeran eragiten baitu. Ordea, dibisen merkatuan erabakitzeke eta eragiketak burutzeko eskumena Eurosistemarena da.

EBZa euro zonako estatu partaideen politika monetario eta ekonomia kudeatzearen arduraduna da. Bere helburu nagusia inflazioa maila baxuetan mantentzea da, gutxi gora behera Kontsumo Prezio Indize Harmonizatua (hemendik aurrera KPIH) % 2 eta prezioen elastikotasuna mantentzea (EBZ, 2017). KPIH % 2 baino txikiagoa izateko helburu horretan esan nahi da muga horretatik gorako inflazioa edo deflazioa prezioen egonkortasunarekin bateraezinak direla. Prezioen egonkortasuna bilatzerakoan Gobernu Kontseiluaren helburua inflazio tasa % 2tik behera mantentzea da, baina balio honetatik hurbil, marjina egoki bat utziz deflaziotik urruntzeko.

Nahiz eta deflazioak inflazioaren kostu ekonomiko antzekoak dituen, hobe da ekiditea, izan ere agertutakoan moneta politiken mugen ondorioz mantentzea gertatu ahalko litzateke interes tasa % 0tik oso hurbileko mailan balego. Interes tasa zerotik behera jaisteko neurriek porrot egingo lukete, izan ere jendeak dirua efektiboan izan nahiko luke hau utzi edo tasa negatiboko deposituak sortu baino. Nahiz eta hainbat estimulu neurri hartzea posible litzatekeen, aldizkako politika ez konbentzional hauek kostu handikoak izan daitezke. Beraz, moneta politikarentzat errazagoa da inflazioaren aurka borroka egitea.



Krisi garaian, EBZak moneta politikari dagozkionez izugarrizko aldaketak burutu zituen bere helburua bete ahal izateko eta hauek dibisetan eragin zuten geroago aztertuko dudan moduan. Honetarako EBZak hurrengo organo errektoreak ditu:

1. **Batzorde betearazle edo exekutiboa.** Bankuaren eguneroko gestioaren gainbegiratze eskumena duena. Aurretik gobernu kontseiluak erabakitako moneta politikak ezartzeaz arduratzen da eta nazioetako banku zentraleri dagozkien argibideak emateaz. Gainera, Gobernu Kontseiluaren batzarrak prestatzen ditu.
2. **Gobernu Kontseilua.** Organo erabakitzailea da. Politika monetarioa definitzearen eta interes tasak finkatzearen arduraduna da.
3. **Batzorde Orokorra.** EBZaren organo aholku-emailea eta euroa onartu duten herrialdeen artean politika ekonomikoaren koordinazioaren arduraduna.

Nahiz eta euro eremua osatzen duten herrialdeak nahiko txikiak eta irekiak diren ekonomia gisa kontsideratu daitezkeen, hauen batasunak ekonomia handi eta askoz itxiagoa eratzten du. Beraz, bere egitura ezaugarriak Estatu Batuekin edo Japoniarekin alderagarriagoak dira eratzten dituzten herrialdeekin baino. Honako arrazoi honengatik, dibisen merkatuan gehien erabiltzen diren monetak herrialde hauetakoak dira eta hauek euroarekiko duten kanbio tasak aztertuko ditut hurrengo atalean.

EBZaren helburu nagusia prezioen egonkortasuna bermatzearen arrazoi nagusia, honek bizitza maila hobea izatean eragiten duelakoa da eta inflazio edo deflazio luzea ekiditeari deritzo. Bide ugari daude prezioen egonkortasuna lortzea laguntzen dutenak jarduera ekonomiko eta lanpostu maila handiak sortuz. Beraz, moneta politika, banku zentral batek edo herrialde baten autoritate monetarioak kontrolatzen duen prozesua da: moneta eskaintza (zirkulazioan dagoen diru kopurua), eta interes tasak edo diruaren kostua (epe laburrera banku zentralak ezartzen duen interes tasa). Guzti hau hazkunde eta ekonomiaren egonkortasunera bideratutako objektibo multzo bat lortzeko egiten du. Objektibo hauen barruan aurki daitezke: hazkunde ekonomikoa, inflazio egonkorra, kanbio tasa kontrolaren bidezko ordainketa balantza saneatua eta langabezia (Moral Bello, 1995).

Beraz, moneta politika estrategiek ekonomian eragiten dute, izan ere, EBZa billeteen jaulkitzaile eta banku erreserben hornitzaile bakarra da; hau da, moneta oinarriaren eskaintzaren monopolista da. Monopolio honen pean, kanbio tasetan eragin dezake interes tasak kontrolatzean, honela ekonomiaren eboluzioan eraginez.

Moneta politikak tresna bariatatea erabiltzen du kontrolerako eta hazkunde ekonomikoan, inflazioan, beste monetekiko kanbio tasetan edo langabezian eragiteko. Beraz, kanbio tasa ez da moneta politikaren aparteko instrumentu bat eta aplikatzerakoan EBZak honako hau kontuan edukitzen du ekonomiaren egoera orokorrari eta prezioen egonkortasunaren ikuspegiaren egoeran eragiten duenean. Banku zentralen etengabeko erronka da moneta politika egokia aplikatu ahal izateko prezioen tendentzietan eragingo duten faktoreak identifikatzea.

Moneta politikaren transmisio mekanismo eta kanalak hurrengoak dira (EBZ, 2011):

- Prezio maila politika monetarioaren erabakiekin lotzen duen arrazoi kate luzea banku zentralak kreditu erakundeei finantzatzeko bere eragiketei finkatzen dien interes tasa ofizialen aldaketarekin hasten da. Banku sistemak banku zentralak emititzen duen dirua eskatzen du eta honek eragiketa hauetan erabiliko duen interes tasa erabaki dezakete. Honako honi **interes tasen kanala** deritzo. Lanean honako kanal honek du garrantzi handiena, izan ere erreferentziazko interes tasa hauen aldaketak dira kanbio tasetan eragin garrantzitsuenetakoena duten faktoreetako bat.

Prozesu honen bitartez, banku zentralak moneta merkatuaren baldintzetan eragin dezake eta beraz merkatu horretako interes tasak kontrolatu. Erabaki hauek merkatuko epe luzeko tendentzia



ekonomikoen espektatibetan eragiten dezakete. Gainera, interes tasen aldaketek enpresa eta familien inbertsio, gastu eta aurrezki erabaketan eragiten dute. Kontuan izanik finantzazio baldintzetan eta itxaropenetan duen eragina, erabaki hauek beste finantza aldagai batzuetan eragin dezakete, hala nola kanbio tasetan.

- **Kanbio tasen kanalari** dagokionez, oro har tasaren aldaketek hiru eratan eragiten dute inflazioan. Lehenik, kanbio tasen mugimenduak inportatutako ondasunen barne prezioan zuzenean eragiten du, moneta apreziatuz gero, inportatutako ondasunen prezioak jaistera jotzen du, eta azken ondasunen kasua izango balitz, inflazioa zuzenean jaitea eragingo luke. Bigarrenik, bitarteko ondasunen inportazioen prezio baxuagoek denborarekin azken produktuen prezioa jaitea eragin lezake. Eta azkenik, nazioko ondasunen nazioarteko merkatuetako lehiakortasunean eragin eta kanbio tasa aldaketek inflazioan dute efektua. Hau da, kanbio tasen apreziatio batek ondasun hauen lehiakortasuna jaitean eragingo zukeen nazioarteko merkatuetan, prezioei dagokienez. Beraz, atzerriko eskaria estutuko litzateke eta ondorioz ekonomia osoaren eskariaren presioa murriztuko zen eta beste aldagai guztiak konstante mantenduz, presio inflazionistak murriztu beharko lirateke.

Kanbio tasen efektuak intentsitate ezberdinarekin eragingo du, nazioarteko merkataritzarako ekonomiaren zabalketaren graduarekiko. Oro har, kanbio tasen aldaketa hauek garrantzitsuagoak dira ekonomia txiki eta irekietan, eta moneta politikez gain beste faktore askoren menpe ere badaude. Ordea, beste faktore batzuen ondoriozko inflazio aldaketek ere kanbio tasetan eragiten dute, beraz, hurrengo atalean dibisen balio aldaketak aztertzean faktore hau kontuan izango dut.

- **Espektatiben kanalak**, azken urteetan garrantzia hartu du moneta politikak exekutatzeko eta honen efikazia banku zentralaren oharren sinesgarritasunaren arabera da. Hau da, agente ekonomikoen banku zentralaren prezioen egonkortasuna mantentzeko gaitasun eta konpromisoan sinesten badute, inflazioaren espektatibak egonkortasunari lotuta geratuko dira. Zentzu honetan, sinesgarritasunak moneta politiken lana erraztu eta kanbio tasen hegazkortasuna murrizten du.

Moneta politikaren transmisio sareari buruz egindako analisiaren ondorio garrantzitsuenetako, moneta politikak ekonomian batez ere interes tasen bidez eragiten duelakoa da. Euro zonan prezioen egonkortasuna mantentzeko objektibo nagusia lortzeko, Eurosystemak esparru operatiboa sortzen duten moneta politikaren instrumentu eta prozedura multzoa erabiltzen du. Politika monetarioaren tresnerian bai esparru operatiboak eta baita estrategikoak funtzio espezifikokoak dituzte. Estrategiak moneta merkatuko interes tasen maila zehazten du epe ertainera prezioen egonkortasuna lortzeko eta bestalde, esparru operatiboak hau lortu ahal izateko moneta politikaren instrumentu eta prozedura eskuragarriak erabiltzen ditu.

Banku zentral batek moneta merkatuko epe laburreko interes tasak kontrolatzen ditu bere moneta politika orientatuz. Moneta politikek kanbio tasetan eta hauetan eragiten duten bestelako faktoreetan eragin handia dutenez, dibisetan eragindako balio aldaketak aztertzerakoan garrantzi handia izango dute.

5. KANBIO TASEN BALIO ALDAKETAK

Lana krisiaren testuinguruan kokatu, dibisei buruzko azalpena eman eta moneta politikak azaldu ondoren lanaren helburu nagusia aztertzeari ekingo diot. Krisi garaian munduan gertatutako finantza baldintzen eboluzioak kanbio merkatuan ere eragin zuen. Lan honen helburua, zehazki, EBZak hartutako interes tasen gaineko moneta politika nagusiak aztertzea da krisiaren lau etapetan zehar eta lau dibisa nagusietan nola eragin duten aztertzea. Gainera, moneta politikek inflazioan eragiten dute eta honako faktore honen eboluzioak ere dibisen balio aldaketetan zeresan handia dauka, beraz, kanbio tasetan nola eragin duen faktore honek ere aztertuko dut.



Inflazioa kalkulatzeko bi modu nabarmentzen dira eta laneko lau dibisei dagozkien herrialdeak hain desberdinak direnez, ez dute neurri berdina erabiltzen. Beraz, erreferentziatzat Kontsumo Prezio Indizea (hemendik aurrera, KPI) erabiliz kalkulatuako inflazioa erabiliko dut konparazioak egiteko Japonia, Estatu Batuak eta Ingalaterrari dagokienez. Bestalde, EBZak bere analisisetan KPIH erabiltzen duenez, honako datu hau erabiliko dut herrialde honetako inflazioa aurrekoekin alderatzeko.

Gainera, beste hiru banku zentralen moneta politikak eta bestelako gertaera eta faktore garrantzitsu batzuek ere eragiten dute dibisen gain, beraz, hauek ere aztertuko ditut. Izan ere, garai ziurgabe honetan zehar, kasu batzuetan, beste faktoreek dibisetan izaten duten eragin gogorra guztiz gelditu edo kontrakoa gainjartzeko moneta politiken eragina ez da nahikoa izaten hauen garrantziaren ondorioz.

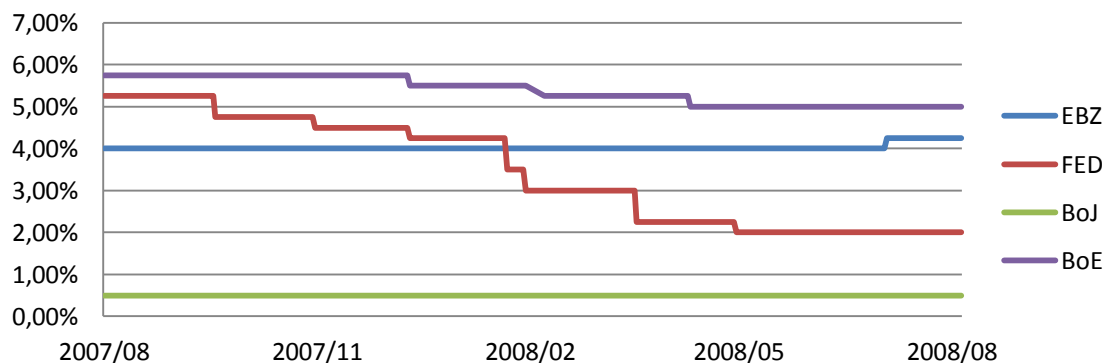
a) Finantza Krisia, 2007ko abuztua – 2008ko abuztua:

Aurretik testuingurua azaltzean esan dudanez, etapa honetan Estatu Batuetan izan zuen eragin handiena krisiak, European ordea, ez zuen hainbeste eragin. Beraz, EBZak etaparen amaierara arte ez zuen bere interes tasen gaineko moneta politika aldatzeko beharizanik ikusi, inflazioa nahiko egonkor mantendu baitzen. Hala ere, etaparen bukaeran interes tasak aldatzea erabaki zuen inflazioaren igoerari aurre egiteko. Esan daiteke beraz, krisiaren hasierak European oro har ez zuela eragin handirik izan eta egoera nahiko egonkorra izan zela aurreko urteekiko. Gainera, krisia azaltzean esan bezala, honako hau larrizko aurreikuspenak ia nuluak ziren.

Hortaz, etapa honetan beste banku zentralen interes tasen aldaketek eta datu makroekonomikoen ezberdintasunek baldintzatu zituzten batez ere kanbio tasen gora beherak. Beraz, beste banku zentralen interes tasekiko moneta politikan hartutako erabakiak adierazi eta dibisen gaineko eraginak aztertuko ditut eta baita lau moneta zonen inflazioak aztertu ere. Izan ere, ekonomia aurreratuetako banku zentralen maila desberdinean, inflazio hazkundearen presio eta hazkundearen dezelerazio posible baten aurrean aurkitzen ziren, eta egoera honi aurre egiteko erabaki prozesu garrantzitsu batean barneratu ziren. Etaparen bukaeran, EBZak hartutako erabakiaren eragina ere azalduko dut eta baita euro zonan Lisboako itunari buruzko gertakaria ere.

Hurrengo grafikoan ikus daitezke etapa honetan zehar erreferentziatzko interes tasek izandako bilakaera; hau da, banku zentralen nola aldatu zituzten beraien interes tasen gaineko moneta politikak. Ondoren, hauek kanbio tasetan nolako eragina izan zuten aztertuko ditut.

5. GRAFIKOA: INTERES TASEN BILAKAERA (2007/08-2008/08)



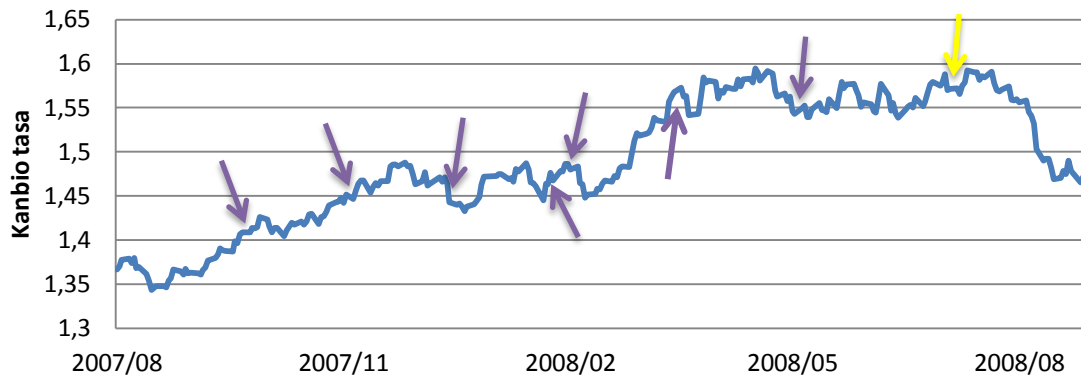
Egilea: Norberak egin. Iturriak: EBZ eta datosmacro.com

Argi nabaritu daiteke FEDa izan zela bere moneta politika era bortitzenean aldatu zuena. BoEari dagokionez, Estatu Batuetako moneta politikaren ildo jarraitu zuela ikus daiteke, baina era moderatuagoan. Bestalde, EBZak ia etapa osoan interes tasak ez bazituen aldatu ere, amaieran beste banku zentralen aurkakoa egin zuen tasak igoz. Eta azkenik, Japoniako Bankuak bere interes tasekiko moneta politika aldatu ez zuela ikus daiteke.

Etapa honetan, krisiak eragin handiena Estatu Batuetan izan zuenez, Ben Bernanke moneta politika asko aldatzen hasi zen. Zehazki epealdi honetan grafikoan ikus daitekeenez, zazpi interes tasa murrizketa burutu zituen. Dolarraren kanbio tasa efektiboa 2007 erdialdean jaitsiera nabarmen batean murgildu zen Estatu Batuetako tituluen atzerriko inbertsioa murrizten hastean, hazkundearen perspektiba txarrak izatean eta interes tasen murrizketa espektatiben sortzearen ondorioz (NDF, 2008). Hain zuzen ere, erreferentzia interes tasak % 5,25etik % 2ra jaitsi zituen; hau da, 325 puntu.

Hurrengo grafikoan ikus daiteke euro-dolarraren kanbio tasa eta etapan zehar izandako bilakaera. Gezi moreek FEDaren interes tasen aldaketak adierazten dituzte eta horiek EBZarenak.

6. GRAFIKOA: EUR/USD (2007/08-2008/08)



Egilea: norberak egina. Iturriak: EBZ, infomercados.com eta datosmacro.com.

Merkatuak espero duenaren arabera aurretiaz erantzuten dutenez, etapa honetan argi ikus daiteke FEDaren interes tasa jaiste honen ondorioz dolarrak euroarekiko balioa galdu zuela.

Estatu Batuetako moneta politikaren arduradunak interes tasak aldatzearen arrazoietakoa bat, 2008ko urtarrilaren 22an burtsaren cracka ekiditekoa izan zen. % 0,75eko tasen murrizketa sorpresaz erabaki zuen eta New Yorken jai zenez, Wall Streetek ez zuen bere sesioa ospatu, mundu guztiak jasandako "astelehen beltza" ekidinez; hau ekonomia perspektiben eta hazkundearen gaineko arriskuaren ondorioz burutu zuen. FEDaren arabera: "hazkundearen gaineko arriskuak mantentzen dira. Komiteak finantza efektuak eta beste ekonomiako perspektiben faktoreak baloratzen jarraituko du eta arrisku hauei aurre egiteko era egokian jardungo du". Hurrengo astean, beste murrizketa bat burutu zuen, % 3,5etik % 3ra jaitsiz interes tasak, baina honako erabaki hau merkatu guztiek espero zuten eta aurretiaz hasi zen dolarraren depreziazioa. Gainera, BPGaren murrizketa, finantza merkatuen presioa, higiezinaren krisiaren larritzea eta lan merkatua ahultzearekin batera hartu zuen erabakia, egoera nahiko gatazkatsua baitzen (El mundo, 2008a).

Hilabete eta erdira FEDak bide berdinean jarraitu zuen eta FEDaren Merkatu Irekiko Komiteak interes tasak % 0,25ean murriztea erabaki zuen, % 2an utziz, 2004ko urritik maila baxuena. Gainera, Bernankek zuzendutako erakundeak, etapa honetan ehunka milaka miloi dolar injektatu zituen merkatuan ekonomia berpizteko eta inflazioa bultzatzeko bere kezka nabarmendu zuen. Gainera, komunikatuan jarduera ekonomikoak ahul jarraitzen zuela adierazi zuen (El economista, 2008).

Estatu Batuetako egoera oker honek eta burututako ekintzek beraz, dolarra ahuldu zuten eta honi esker esportazioen gorakada eman zen; hazi zen sektore bakarra izanik (NDF, 2008).

EBZari dagokionez, 2008ko apirilean erreferentziatzko interes tasa % 4an mantentzea erabaki zuen, nahiz eta Erreserba Federala eta beste banku zentral batzuk murrizketak egiten ibili. Izan ere, erakundearen presidentek, Jean-Claude Trichetek, "inflazio epealdiak" espero baino gehiago iraugo zuela adierazi zuen. Esperotako erabaki honek euroa maximoetara heltzea eragin zuen, hain zuzen, ia 1,60 dolarrera (El País, 2008a).



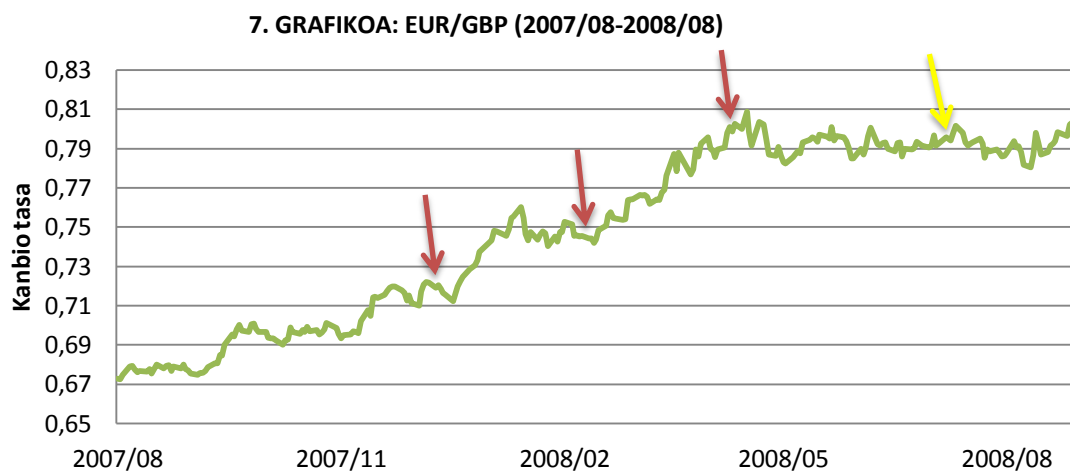
EBZaren, gobernuen eta euro zonako adituen aurreikuspenek, martxorako, gertatu ez zen inflazio presioen murrizketa bat espero zela zioten, eta beraz, ez zen espero institutu jaulkitzaileak diruaren prezioa jaitea. Inbertitzaileek jakintzat hartzen zuten Europako moneta institutuak diruaren prezioa % 4an utziko zuela aldaketarik burutu gabe. Bestalde, ekonomia errealean turbulentzia finantzarioek izango zuten eraginaren gain zegoen ziurgabetasunaren aurrean, Gobernu Kontseiluak informazio gehigarria bildu eta balioestea beharrezkotzat jo zuen eta baita merkatu finantzarioen eboluzioaren jarraipen zorrotzago bat burutzea, moneta politikari buruzko erabakiak hartu baino lehen (EBZ, 2007).

Esan bezala, EBZak inflazioa kontrolatzearen kezka goraiatu zuen. Financial Times-ek argitaratutako elkarrizketa batean Trichetek interes tasak % 4an mantentzeko erabakia defendatu zuen. Presidentek “Gu (EBZn) prezioen egonkortasuna ematearen erantzuleak gara” azpimarratu zuen, azken urteko inflazioa % 3,1era arte igo da, azken sei urteetako altuena izatera arte. Gainera “beste lankideak egoera ezberdinean daude” esan zuen Estatu Batuetako eta Ingalaterrako Banku Zentralei erreferentzia eginez eta EBZak objektibo finkatua prezioen egonkortasuna % 2 inguruan mantentzekoa zuela berretsi zuen (Financial Times, 2007).

Gainera, 2008ko uztaillean inflazioaren gorakadei aurre egiteko asmoz, EBZak erreferentziazko interes tasa % 0,25 igotzea erabaki zuen eta honek ere euroaren indartzean lagundu zuen. Gobernu Kontseiluak erabaki hau hartu zuen inflazioaren espektatiben aurrean; hau da, prezioen egonkortasunaren gaineko goranzko arriskuen hazkundeari kontra egiteko eta euroa bi aldeko faktore hauen ondorioz apreziatu egin zen. Hala ere, EBZak aurreragotik inflazioa kontrolatzeko asmoa aipatu zuenez, merkatuek erabaki hau espero zuten eta egoera handiena aurretiaz burutu zen (El País, 2008b).

EBZ izan zen diru merkatuko tentsioen, elikagai eta petrolio garestitzearen eta ekonomiaren gelditzearen testuinguruan interes tasak igo zituen lehenengo instituzioa. Aldi berean, NDFak “2. Mundu gudaren amaieratik krisi gogorrenetako bat” jasaten ari zela ekonomia adierazi zuen eta EBZri moneta politika erlaxatzeko esan zion egoerari aurre egiteko (NDF, 2008). Ikus daitekeenez, bi herrialde hauetan oso moneta politika ezberdinak burutu ziren.

Hurrengo grafikoan euro-libraren kanbio tasaren eboluzioa adierazten da eta kasu honetan gezi gorriek BoEaren interes tasen aldaketak adierazten dituzte.



Egilea: norberak egina. Iturriak: EBZ, infomercados.com eta datosmacro.com.

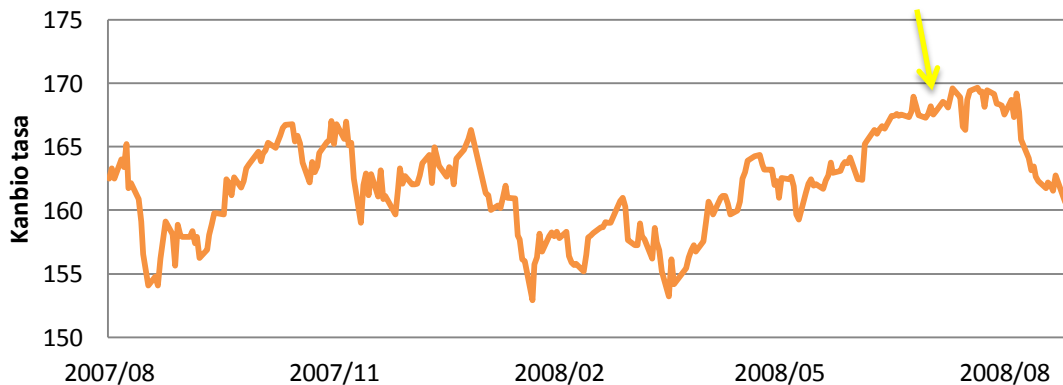
FEDaren era berean, BoEak ere hiru aldiz jaitsi zituen interes tasak ofizialak % 5,75etik % 5era. Kasu honetan ere, merkatuek esperotako erreakzioa izan zuen europar moneta bakarra libreakiko apreziatuz etapan zehar. Krisiari aurre egiteko, kasu honetan ere, moneta erako neurriak hartu ziren lehenengo.

Nahiz eta Europan hazkundera areagotu zen, kontsumitzaileen eta enpresen atsekabeak gora egin zuen finantza sektoreko arazozen ondorioz. Ordea, petrolioaren garestitu zen, euroa apreziatu eta esportazioak uzurtu. Espektatibak lausotzeak Ingalaterrako Bankuak interes tasak jaitea eragin zuen. Baina esan bezala, Estatu Batuekin alderatuz lehenengo etapan murrizketak askoz txikiagoak izan ziren. Hala ere, Europan krisiak izan zezakeen eragina uzten zuen ikusgai.

Honez gain, 2008ko martxoan kontsumitzaileen konfiantzak behera egin zuela ezagutu zen, 77 puntutan geratuz, 2004an sortu zenetik maila baxuena (CIS, 2013). Azken hilabeteetan, Ingalaterrako Bankuak inflazioari eustean jardun zuen interes tasak jaitsi eta ekonomia bultzatzearen orde. Analista batzuen aburuz, % 5,25etik % 5erako murrizketa hori ez zen handiagoa izan BoEak inflazioak hasten jarraituko zuelako susmoengatik. Instituzio honek FEDak baino tasa murrizte gradualagoa burutu zuen. Gainera, esan bezala EBZak ez zituen interes tasak aldatu 2008ko uztaile arte, hemen 25 puntutan igoz. Beraz, honek ere euroaren apreziazioan lagundu zuen.

Hurrengo grafikoan euro-yenaren kanbio tasaren eboluzioaren bilakaera ikus daiteke etapa honetan zehar. BoJak ez zuen interes tasarik aldatu eta beste banku zentralerik ezberdintasun nabarmen bat izan zuen, izan ere bere erreferentziazko interes tasak oso baxuak ziren.

8. GRAFIKOA: EUR/JPY (2007/08-2008/08)



Egilea: norberak egin. Iturriak: EBZ, infomercados.com eta datosmacro.com.

EBZaren antzera, Japoniako Banku Zentralak ez zuen interes tasekiko moneta politika aldatu, izan ere krisiaren eragina oraindik ez zen herrialdera hain nabarmenki heldu. Beraz, dibisa honen gora-beheren arrazoia batez ere bestelako faktoreen menpekoa izan zen. Hala ere, mugimendu hauek dira aurreko bi grafikoekiko ezberdintasun nagusiak, izan ere beste bi kanbio tasetan etapan zehar euroaren joera gorakorra nabarmentzen da eta kasu honetan ez dago tendentzia jakinik. Bestalde, aurreko beste bi kasuetan ez bezala, kasu honetan etapan zehar euroa depreziatu egin zen yenarekiko.

2008ko apirilean, Japoniak interes tasak % 0,5ean mantentzea erabaki zuen instituzioak komunikatu batean adierazi zuenez kontseiluko kide guztien adostasunarekin. Nahiz eta moneta politika gorakorra espero zen Japoniako ekonomiaren berreskurapenaren ondorioz, kreditu krisiaren ezta eta finantza turbulentziak kontuz jokatzea eragin zuten. Gainera, BoJak herrialdeko hazkunde ekonomikoarekiko jarrera ezkorra adierazi zuen eta BPGaren moteltzea (europapress, 2008).

Interesen gaineko erabakiaren komunikatuaren ostean, BoJak esan zuenez “esportazioek gorantz jarraitu dute, hala ere, altuak izaten jarraitze badute ere, enpresen mozkinak mantsotu egin dira eta ekonomia sentimendua arduratsuagoa bilakatu da. Japoniako ekonomia momentuz erritmo motelagoan haztea espero da eta ondoren neurritzko hazkundera izatea” (europapress, 2008).

Beraz, dibisa pare honen etapan zeharreko mugimendu ia guztiak moneta politikarekin zerikusirik ez zuten faktoreen menpekoak izan ziren. Bakarrik amaieran, EBZak interes tasak igo zituenan izan zuten eragina moneta politikak kanbio tasan. Esperotako erabakia zenez merkatuengandik aurreko hilabeteetan joera gorakorra izan zuen euroak.

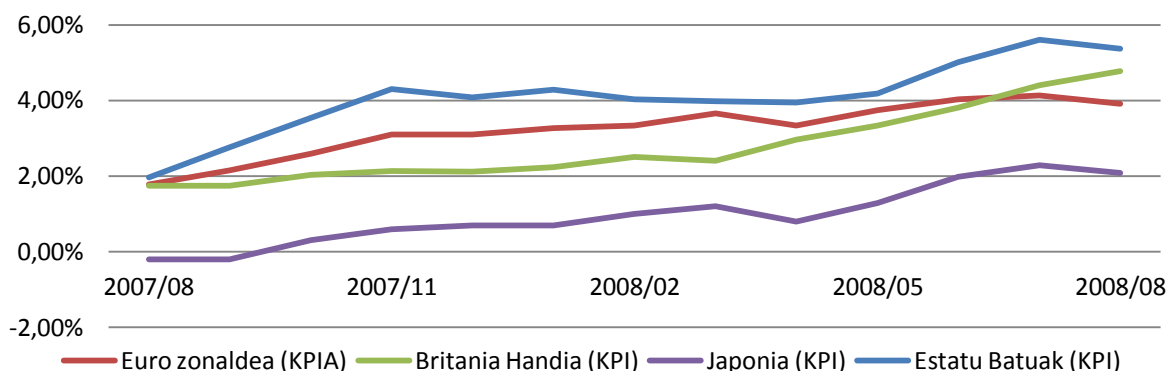
Etapan honetan beraz, ikus daitekeenez, euroa librarekiko dolarrarekiko baino gehiago apreziatu zen portzentuarki eta honen arrazoi nagusia etaparen amaieran dolarrarekiko euroren jaitsiera izan zen. Hau da, 2008ko uztailan eta abuztuan euroa nabarmenki jaitsi zen dolarrarekiko eta baita yenarekiko.

Honen arrazoiak Europan emandako gertakari bat izan zen nagusiki. Hain zuzen ere, ekainean ospatutako Lisboako Itunari buruzko erreferenduma izan zen, Irlandak gaitzetsi egin zuena europar integrazioaren prozesua gelditzea eraginez. HSBC bankuko dibiseta aditua den Trinkaus Rainer Sartorisek kontsideratu zuenez: “euroaren jaitsiera EBren erreforma itunaren erreferendumaren porrotaren ondorioa izan da”. Aldi berean, FEDak interes tasak uztailan igoko zituelako aurreikuspenek dolarra indartzen lagundu zuten (El País, 2008c). Gainera, EBZak ez zuen bere interes tasak aldatzeari buruzko jakinarazpenik egiten eta ordea, inflazioa areagotzeko aurreikuspenak nabarmendu egin ziren.

Bestalde, libra ez zen tarte honetan euroarekiko apreziatu. Izan ere, europar integrazioan egondako arazo honek EBko herrialde guztien gain izan zuen eragina, eta nahiz eta Britania Handiak beste moneta bat izan, Europar Batasunaren parte izanik, ez zen euroarekiko apreziatu.

Inflazioari dagokionez, lehengaien prezioen gorakada bortitzek, batez ere elikagai eta petrolioan, ia NDFaren herrialde partaide guztietan inflazioa eraman zuten bere atzetik. Hurrengo grafikoan ikus ditzakegu etapan zeharreko urteko moneta zona bakoitzean izandako inflazio tasen eboluzioak.

9. GRAFIKOA: INFLAZIO TASAK (2007/08-2008/08)



Egilea: norberak egin. Iturria: Munduko Bankua (2017).

Ikus daitekeenez lau herrialdeetan joera gorakor nabarmena egon zen etapan zehar inflazioari zegokionez. Krisiaren hasieran, Japonian izan ezik, beste moneta zonek helburu den % 2ko inflazio tasan aurkitzen ziren. Krisiak eztanda egin zuenetik, herrialde hauetan inflazioaren hazkundera ekarri zuen. Espektatibaren arabera hiru herrialdeek espero zituzten inflazio tasak baino handiagoak izan zituzten.

Hain zuzen ere, 2007 urtean, euro zonaren inflazioa % 2,1ekoa izan zen. Nahiz eta ekonomiaren ingurunearen ezaugarria prezioen gorako presio gogorrak izan eta tasa hau EBZaren prezioen egonkortasunaren definizioarekiko handiagoa izan, moneta politikak aldaketarik gabe jarraitu zuen epe ertain eta luzerako inflazioaren espektatibak helburuarekin nahiko bateragarriak baitziren (EBZ, 2007).

Beraz, 2007 urtearen lehen hiru hiruherrekoetan KPIHren bidez kalkulaturako urteko inflazioak EBZaren helburuarekin bat eboluzionatu zuen. Hala ere, urtearen bukaeran hazkunde handia jasan zuen eta % 2 baino nahiko maila handiagoak jaso zituen. Urte osoan zehar prezioen epe ertainerako eta luzerako



egonkortasunaren arriskuak goranzkoak izan ziren eta gainera, finantza turbulentziek sortutako ingurune oso ziurgabea zegoen. Aldi berean, Gobernu Kontseiluak prezioen egonkortasunaren gaineko gorako presioen aurrean beharrezko edozein neurri ezartzeko xedapen iraunkorra burutu zuen, inflazioaren espektatiben mantentzea ziurtatzeko (EBZ, 2007).

Estatu Batuei dagokionez, 2007 urteko inflazioa % 2,89koa izan zen eta hazkunde nabarmenak jasan zituen urte amaieran energia eta elikagaien prezioen gorakadaren ondorioz. Britainia Handian inflazioak goranzko joerari ekin bazion ere, % 2,23ko baliora arte bakarrik iritsi zen eta beraz, hazkunde txikiena izan zuen herrialdea izan zen.

Bestalde, Japoniako inflazio tasei erreparatuz beste herrialdeekiko oso desberdina zela ikus daiteke. Inflazio negatiboetatik positiboetara igaro zen krisiak inportatutako lehengaien prezioetan izan zuen goranzko eraginaren ondorioz. Hala ere, KPI bidez neurtutako inflazioak oso baxua izaten jarraitu zuen, batez ere soldaten hazkunde geldoagatik.

Beraz, grafikoan ikus daiteke urte honetan Estatu Batuetan izan zela inflazio tasan goranzko aldaketa handiena eta honek euroa apreziatzen lagundu zuela. Ordea, nahiz eta Britainia Handiak euro zonan baino inflazioaren hazkunde txikiagoa jasan, aurretik aipatutako faktoreek eragin handiagoa izan zuten lehiakortasun irabazte honek baino; hau da, moneta politikaren erlaxazioak eta espektatibek.

Japoniaren kasuan, inflazio tasek kanbio tasaren gora-beheretan eragin nabarmena izan zuten. 2007ko abuztutik irailera, euroak balioa galdu zuen inflazio tasa handitzearekin eta Japoniako mantentzearekin bat. Ordea, hurrengo hilabeteetan Japoniak inflazio tasaren goranzko aldakortasun handiagoa izan zuen, lehiakortasuna galduz, eta euroa apreziatu zen. Urtearen amaieran, euro zonaren inflazio tasaren aldakortasuna apur bat handiagoa izan zen eta euroaren balioa pixka bat jaitsi zen.

Etaparen bigarren zatian dagokionez, hau da 2008 urtearen zatian, inflazio presioak areagotu egin ziren euro zonan, batez ere lehengaien nazioarteko prezioen gorakada azkarraren ondorioz. Euro zonako urteko inflazioa % 2aren oso goitik egon zen epealdian zehar, urtarrilean % 3,2tik igaroz eta ekaina eta uztailean % 4ko maximora helduz, batez ere energia eta elikagaien prezioen eboluzioaren ondorioz. Etapa honetan KPIH bidez kalkulaturako inflazio tasa euroa barneratuzetik euro zonan izandako tasarik handiena izan zen. Bestalde, ikus daiteke, EBZak interes tasak igo zituenean uztailean, inflazioak pixka bat behera egin zuela eta guzti honek euroaren indartzean eragin zuela.

Hala ere, 2008 urteko hirugarren hiruhilekoan, irailera arte zeuden datuekin prezioen egonkortasunari buruzko arriskuak goranzkoak izaten zirauten. Halaber, jardura ekonomikoaren gaineko ziurgabetasuna nahiko garrantzitsua zen finantza merkatuen tentsioen eta lehengaien prezio altuen eta hauen hegazkortasunaren ondorioz. Britainia Handiak eta Estatu Batuek inflazioaren gorakada bortitzagoa jasan zuten eta hartutako moneta politikak inflazio hau bultzatzen lagundu zuten. Ordea, euro zonan eta Japonian ez ziren interes tasak jaitsi, beraz ez zioten inflazio hazkundeari lagundu bitartez.

2008an, aurretik aipatutako faktoreek inflazio tasek baino gehiago eragin zutela kanbio tasan ikus daiteke. Grafikoan erreparatuz, euro zonan eta Estatu Batuetan inflazio tasen aldakortasunak gora behera batzuk izan zituen eta hauen arteko ezberdintasunaren murrizketek euroak zuen apreziazio gogorra aldatzen zuten denboraldi batez edo diferentzialen handitzeak apreziazioan lagundu. Hala ere, FEDak hartutako interes tasekiko moneta politikak eragin handiagoa izan zuten eta euroa apreziatu zen.

Esan daiteke euro zonarekin alderatuz Ingalaterrak etaparen bukaeran inflazio handiagoa izateak ere lagundu zuela dibisa britainiarraren balioa jaisten eta euroa apreziatzen. Japoniari dagokionez, apirilera arte inflazio tasen aldaketek antzeko garrantzia izan zuten euro zonarekiko eta beraz, ez zuten eragin handirik izan. Ordea, hemendik aurrera inflazio tasen arteko ezberdintasuna murriztu zen Japoniakoak hazkunde handiagoa izanik eta euroa apreziatzen lagunduz.



Laburbilduz, etaparen lehenengo zatiari dagokionez, 2007 urtea, euroaren apreziatio handia da nabarmenena, batez ere Estatu Batuetako dolarrarekiko. Britainia Handiko librarekiko ere apreziatio handia izan zuen. Ordea, yenarekiko ez zen hainbeste apreziatu etaparen lehenengo zati honetan.

Euroaren dolarrarekiko balio hazkundera batez ere bi ekonomien perspektibekiko merkatuek zuten hautematean eta interes tasen diferentzialen eboluzioaren ondorioa izan zen. Japoniako yenarekiko moneta bakarraren indartzearen faktore nagusienetakoa nazioarteko inbertitzaileek arriskuarekiko zuten jarreraren aldaketa eta zirudienez “carry trade” eragiketen - interes tasa baxuetan zorpetzean eta interes tasa handiagoak ematen dituzten monetetako produktuetan inbertitzean diharduten eragiketakerakargarritasuna izan ziren. Nahiz eta geroago finantza turbulenzien testuinguruan nazioarteko inbertitzaileen arriskuarekiko balorazioa aldatu eta kontrakoa gertatu zen. Librari dagokionez, honen depreziatioa batez ere ekonomia eta finantza aurreikuspenen okerrerantzko joerari erantzunez BoEaren interes tasen murrizketen gaineko merkatuen espektatiben ondoriozkoa izan zen.

2008 urteari dagokion etapa zatian, lehenengo lau hilabeteetan euroak bere indartze ibilbidearekin jarraitu zuen euro zonako merkatuen aurreikuspen nahiko baikorreatatik. Apirilean maximora heldu eta gero, abuztura arte mantendu egin zen eta hemendik aurrera euroak depreziatio handi bat jasan zuen.

Estatu batuetako dolarrari dagokionez, euroak etapa honetan apreziatio handia izan zuen. Honako hau batez ere euro zonako aktiboei lagunduko zien interes tasen diferentzialaren espektatiben ondoriozkoa izan zen, izan ere merkatuek uste zuten euro zona Estatu Batuak baino askoz gutxiago kaltetuko zela finantza turbulenzientzatik. Bestalde, euroak libra esterlinarekiko ere apreziatuz jarraitu zuen interes tasen arteko diferentzialen murrizketaren ondorioz eta apiril aldera egonkortu egin zen.

Japoniako yenarekiko fluktuazio ugari jasan zituen euroak. Kanbio tasaren hegazkortasuna, merkatuen ekonomia aurreikuspenen ebaluazio aldaketarengatik eta aktiboen prezioen hegazkortasunarekiko merkatuen espektatiben ondorioz sortu ziren. Oro har, yenaren esperotako hegazkortasunaren igoerak bere finantzatzeko moneta gisako erakargarritasuna galtzean eragin zuen, yenaren gain gorantzko presioa eginez eta beherantzko presioa interes tasa altuak dituzten monetekiko.

Hurrengo taulan, etapa honetan zehar dibisa bakoitzean gertatutako balio aldaketak ageri dira eta zein faktoreren ondorio izan ziren. Hain zuzen ere dibisa bakoitza euroarekiko apreziatu edo depreziatu den adierazten da eta euroak oro har hiru dibisekiko izan zuen balio aldaketa. Horrela, laburki ikusi ahal izateko etapa honetan herrialde bakoitzean zer gertatu zen bertako moneten balioarekin.

1. TAULA: DIBISEN BALIO ALDAKETAK FINANTZA KRISIAN

Dibisak	Balio aldaketa	Faktoreak	Arrazoiak
Euroa	Apreziatioa	<ul style="list-style-type: none"> - Egoera ekonomikoa - Interes tasen diferentziala 	<p>*EBZak interes tasak 25 puntutan igotzeak beste herrialdeekiko interes tasen diferentzietan eragin zuen euroaren alde.</p> <p>*Europar oraindik ez zen hainbestean nabaritzen krisiaren eragina eta beste herrialde batzuekiko egoera hobekia euroa indartzean eragin zuen.</p>
Dolarra	Depreziatioa	<ul style="list-style-type: none"> - Interes tasen murrizketak - Inflazioaren hazkundera - Krisiaren eragin handia 	<p>*FEDak oso moneta politika hedatzailea aplikatu zuen eta interes tasen diferentzialak areagotu ziren dolarra ahulduz.</p> <p>*Estatu Batuek jasan zuten inflazioaren hazkundera handiena eta beraz lehiakortasuna galdu zuen herrialdeak dolarra ahulduz.</p> <p>*Krisiaren hasiera hemen gertatzearen ondorioz, finantza merkatuak eta oro har ekonomia egoera txarrean herrialde honetan zeuden, dolarra kaltetuz.</p>



Libra	Depreziazioa	-	Interes tasen murrizketak	*BoEak interes tasak murrizteak euro zonarekiko diferentzialak murriztea eragin zuen libra depreziatuz.
Yena	Apreziazioa	-	Hegazkortasunaren igoera	*Esperotako hegazkortasunaren igoerak yenaren igoera eragin zuen Japoniako erreferentzia interes tasa baxua izatearen ondorioz.

Egilea: norberak egina.

Krisiaren hasierako etapa honetan, euroa oro har apreziatu egin zen dolarrarekiko % 7,45 eta librarekiko % 19,74. Yenarekiko oso gutxi depreziatu zen, % 1,73, hau da ez zuen balio aldaketa handirik jasan. Euroaren balio igotzea etapa honetan nahiko handia izan zen, batez ere krisiaren eragina hain handia ez izatearen eta interes tasen diferentzietan emandako aldaketen ondorioz. Etaparen bukaeran irabazitako balioaren zati bat galdu zuen Lisboako erreferendumaren emaitzaren ondoriozko euro zonako batasunaren gainean sortutako zalantzen ondorioz.

b) Errezezio Handia, 2008ko iraila – 2009ko martxoa:

Krisia mundu osoan zehar nabaritzen eta gogortzen hasi zen etapa honetan, banku zentralak askoz lan gogorragoa izan zuten finantza sistema ez erortzea lortzeko. Banku zentralak moneta politikak izugarri aldatzen hasi ziren eta atal honetan aztergai ditudan banku zentral guztien erabakiez arituko naiz.

Etap hau oso berezia izan zen, mundu osora zabaldu zelako krisia eta ziurgabetasuna eta tentsioak izugarrikoak izan zirelako finantza merkatuetan. Irailaren 15ean Lehman Brothers finantza erakundearen porrotarekin batera finantza turbulentziak munduko ekonomia eta finantza krisi bilakatu ziren. Gainera, krisia sektore errealer ere zabaldu zen ekonomiaren egoera hondatuz eta munduko merkataritza izugarri jaitsaraziz.

Finantza merkatuetako segmentu guztietan hegazkortasun nabarmena sortu zen, finantza erakunde nagusi batzuetan berregituraketa garrantzitsua, Islandian finantza krisia eta beste herrialdeenganako kutsadura efektua, eta baita aurrekaririk gabeko gobernuen ekonomia politikoak ere. Turbulentziek arriskuarekiko ezkortasuna areagotzea eragin zuen hainbat merkatutan eta ekonomia errearen beherazko efektua sortu zuten. Gainera, turbulentziek jardura ekonomikoan eta inflazioan eragiteko aukerak, ziurgabetasun itzela sortu zuten eta likidezari eragin zioten. Gertakari hauek hazkundearen beherako arriskuak areagotu zituzten eta epe ertaineko inflazio presioena (EBZ, 2008).

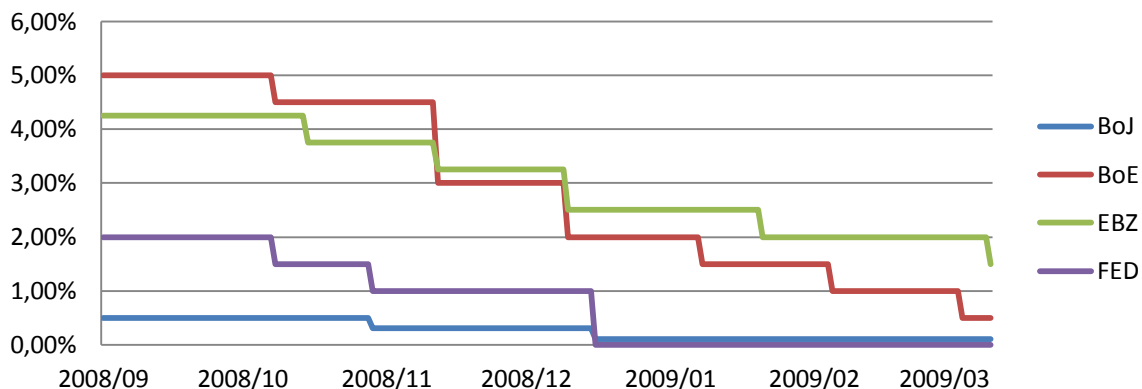
Halaber, energia eta lehengaien prezioen beherakadak, munduko inflazio presioak jaitea eragin zuen. EBZak bere helburu nagusia den inflazio kontrolpean zuela ikusita, moneta politika erlaxatzeari ekin zion. Egindako aldaketetan epe ertaineko prezioen egonkortasunerako arriskuen eboluzioa ikus zitekeen, mundu mailako bi fenomenoren bidez oso eragin handia izan zutenak: lehengaien prezioen portaera, batez ere energia eta elikagaien prezioak, eta turbulenzia finantzarioen eragina ekonomiaren gain, etapa honen hasieran gogortu zirenak.

2008ko urriaren 8an EBZak, Kanadako Bankuak, Ingalaterrako Bankuak, FEDak, Suizako Banku Nazionalak eta Sveriges Riksbank-ek, adostutako ekintza batean, beraien interes tasen murrizketak adierazi zituzten. Erabaki hauek EBZaren hitzetan instituzioaren prezioen egonkortasuna mantentzearen agintaldiarekin bateragarriak ziren inflazio presio eta arriskuen murriztapena ikusirik (EBZ, 2008).

2009 urtean, jadanik mundua Deprezio Handitik izandako ekonomia atzeraldi latzenari aurre egiten zebilen. Jardura ekonomikoaren jaitsira handia eta finantza sektoreko tentsioak oso handiak ziren. Gainera, inflazio presioak oso baxuak ziren eta honen aurrean EBZak eta BoEak interes tasak jaisten jarraitu zuten.

Hurrengo grafikoan etapa honetan zehar erreferentziatzko interes tasek izandako eboluzioa ikus daiteke; hau da, banku zentralak beraien erreferentziatzko interes tasak nola aldatu zituzten.

10. GRAFIKOA: INTERES TASEN BILAKAERA (2008/09-2009/03)



Egilea: Norberak egina. Iturriak: EBZ eta datosmacro.com

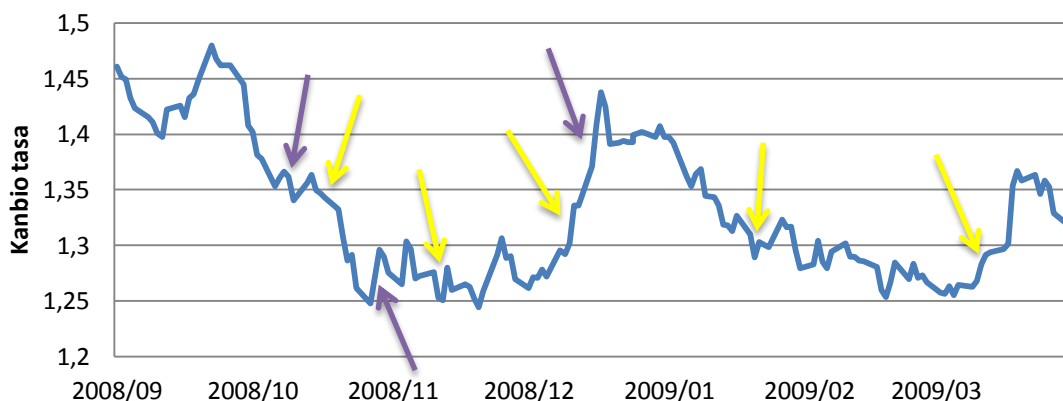
Ikus daitekeenez, EBZak FEDak ezarritako tendentzia jarraitu zuen, nahiz eta erresistentzia apur batekin. Murrizketak aplikatu zituen europar inflazioak kezka izateari utzi zionean eta interes tasak 275 puntutan jaitsi zituen. Era berean, Ingalaterrako Bankuak ere FEDari jarraitu zion etapa honetan askoz murrizketa handiagoak burutuz eta Japoniako Bankuak ere neurri antzekoak hartu zituen bere interes tasek uzten zien heinean.

2008 amaieran, banku zentralak ezarritako aparteko tasen murrizketek, merkatu finantzarioak egonkortzeko eta Lehman Brothers desagertu ondoren beste porrot batzuk ekiditeko gobernuen planek, urritik aurrera izan zituzten emaitza positiboak. Ondorioz, epealdi ezberdinetan etengabeko interes tasen jaitsiera azkarra gertatu zen eta tendentzia honek jarraitu zuen (Grupo Banco Popular, 2008).

Gainera, ekonomia aurreratuen egoera azkar okertu zen inbertsio banku estatubatuar handiak irailean porrot egin eta gero, Estatu Batuetako seguru enpresa handienari (AIG) laguntza publikoa ematean eta Estatu Batuetan eta European instituzio ezberdinen esku-hartzearen ondorioz. Gertaera hauek finantza instituzio garrantzitsu askoren likidezia zalantzan jarri zuten eta munduko kapitalaren fluxu gordinak jaitsi egin ziren plaza likidoenetan eta ziurrenetan batuz. Honen ondorioz, hurrengo grafikoetan ikusi ahal den moduan, Estatu Batuetako dolarra eta yena apreziatu egin ziren 2008an eta euroa nahiko egonkor mantendu zen (NDF, 2009).

2009 urteko moneta politikaren aplikazioa turbulentzia finantzarioek eragindako moneta merkatuetako tentsioei aurre egiteko esfortzuei lotuta egon zen. Politika monetarioaren exekuzioari dagokionez, dibisa pare nagusiaren kasuan etapa honetan gora behera garrantzitsuak ikus daitezke.

11. GRAFIKOA: EUR/USD (2008/09-2009/03)



Egilea: norberak egina. Iturriak: EBZ, infomercados.com eta datosmacro.com.



Eta honen hasieran Lehman Brothers-en porrotarekin eta merkatuen tentsioekin euroak balioa igo bazuen ere, oro har 2008 urtean zehar, etapa honetan, balioa galdu zuen oso nabarmenki. Izan ere, Europa ere errezezioan murgildu zen.

2008 urtearen bukaeran – abendura arte - euroak etengabe galdu zuen balioa 1,25 dolarretik apur bat jaistera iritsi arte. FEDak interes tasak % 2tik % 1era jaitsi bazituen ere, aldi berean EBZak % 4,25etik % 3,25era jaitsi zituen tasak. Nahiz eta, bi esparruetan tasak portzentaje berdinetan murriztu euroaren jaitsiera nabarmendu zen epealdi honetan. Izan ere, FEDaren erabakia merkatuengandik guztiz esperotakoa zen eta aurrez erantzun zieten euroa apreziatuz. Gainera, euroak aurreko etapan apreziatio handia jasan zuen merkatuen krisia zonara iritsiko ez zelako ustearen ondorioz (Reuters, 2008).

EBZaren monetaren tendentziak inflazio tentsioak ahultzen zihoazelako iritzia berresten zuen. Testuinguru honetan, urriaren 8an EBZak finantzazio eragiketa nagusien interes tasa 50 puntutan murriztu zuen % 3,75era arte beste banku zentralekin bateratutako akzio batean, honela euro zonako inflazioa igotzeko arriskuen murrizketa aitortuz eta inflazio presioak leuntzen hasi zirela.

Tentsioak finantza sektoretik ekonomia errealerara igarotzen hasi ziren gero eta gehiago eta baita ekonomia aurreratuetatik emergenteetara. Munduko hazkundearen ikuspegiak murriztu egin ziren nabarmenki eta honek euro zonako jardueran eragin negatiboa izan zuen. Gainera, ziurgabetasun maila altuak, enpresari eta kontsumitzaileen konfiantzaren adierazleetan hilerio izugarritzko murrizketak eragin zituen. 2008 urteko azken hiruhilekoa ekonomiaren dezelerazioaz markatua egon zen eta gobernuek ekonomia bultzatzeko plan garrantzitsuak adierazi zituzten.

Beraz, jarduera ekonomikoen eta inflazioaren gaineko ikuspegiak euro zonako moneta politikaren erlaxazio nabarmena justifikatzen zuten eta azaroan EBZak interes tasa 50 puntu gehiagotan jaitsi zuen % 3,25ean utziz. Abenduan, Gobernu Kontseiluak erreferentziazko interes tasak 75 puntutan murriztea erabaki zuen azken batzarretik inflazio presioak gehiago murriztearen ondorioz. Guzti honek euroaren depreziazioan eragin zuen.

Urtearen amaieran, euroa berreskuratu egin zen, izan ere, EBZak interes tasak % 2,5era jaitsi bazituen ere, FEDak erabaki historikoa hartu zuen interes tasak % 0-% 0,25 marjinara jaitsiz. Erabaki honek, merkatuaren espektatibak gainditu zituen, interes tasak % 0,5era jaitea espero baitzuen. Hala eta guztiz ere, egoera ekonomikoaren larritasunaren eta merkatuko egoera ahultzen joatearen ondorioz FEDaren Merkatu Irekiko Komiteak erreferentzia interes tasa finkoa ez ezartzea erabaki zuen, baizik eta tarte bat. Gainera, Komiteak egoera ekonomikoaren ahultasunak interes tasa ofizialak maila hain baxuan mantentzea denboraldi batez justifikatuko zuela adierazi zuen (The New York Times, 2008b).

Murrizte erabakia espero bazen ere, Estatu Batuak inoiz egon gabeko eszenatoki batean kokatu zituen interes tasak % 0tik hain hurbil egotearen erabakiak eta errezezio betean erabaki honek FEDa ia kontsumoa, kreditua eta jarduera ekonomikoa berraktibatzeke diruaren prezioaren instrumentua erabiltzeko marjina gabe uzten zuen. Beraz, euroak egoera honen aurrean galdutako balioaren zati handi bat berreskuratu zuen.

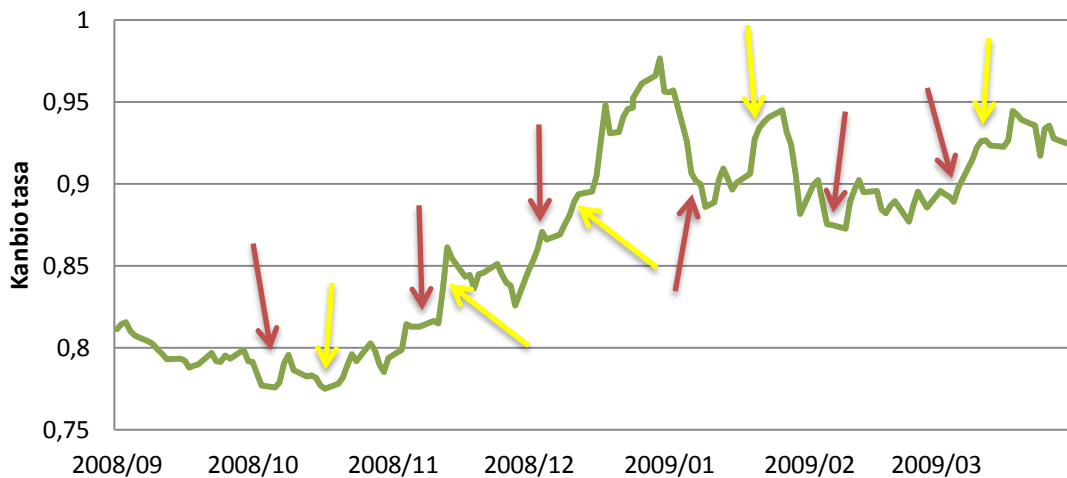
2009an, inflazioaren presio ahulei aurre egiteko, Gobernu Kontseiluak finantza eragiketa nagusien erreferentziazko interes tasetan 50 puntuko bi jaitsiera egin zituen epealdiaren bukaeran % 1,5ean utziz. Honek, euroaren depreziazioa eragin zuen.

Gainera, kanbio tasen jarrera munduko finantza egoeraren bilakaera eta berreskurapen aurreikuspenek baldintzatu zuten batik bat. Munduko finantza merkatuen tentsioak eta ekonomia aurreikuspenen ikuspegiarekiko ziurgabetasun maila altuak “carry trade” eragiketen posizioen zuzenketan eta mundu mailako karteren berregituraketan bilakatu ziren, kanbio tasen gora behera askotan lagundu zutenak.

Aurreko faktoreei euro zonan burututako interes tasen murrizketak eta hazkunde ekonomikoaren ikuspegiaren nariadura gehituta, 2009 urtean euroaren balioa ahultzea eragin zuten. Batez ere, interes tasen arteko diferentziala murriztearen testuinguruan, merkatu estatubatuarreko segmentu ugartan karteren berregituraketa gertatu zenean. Etapan osoan, dolarrak aurreko etapan galdutako balioaz gain, balio gehiago lortu zuten.

Euro-libra dibisa pareari dagokionez, Europan krisia nabaritzen hasterakoan bi banku zentralak interes tasak jaitsi zituzten. EBZak % 4,25etik % 1,5era jaitsi zituen eta Ingalaterrako Bankuak % 5etik % 0,5era, azken hau Estatu Batuetako moneta politikaren antzekoagoa izanik. Beraz, etapa honetan euroa apreziatu egin zen libreakiko azken honen moneta politiken arduradunek erabaki zorrotzagoak hartzarekin bat. Lehenengo bi etapa hauetan, librak oso balio galtze handia jasan zuen euroarekiko.

12. GRAFIKOA: EUR/GBP (2008/09-2009/03)



Egilea: norberak egina. Iturriak: EBZ, infomercados.com eta datosmacro.com.

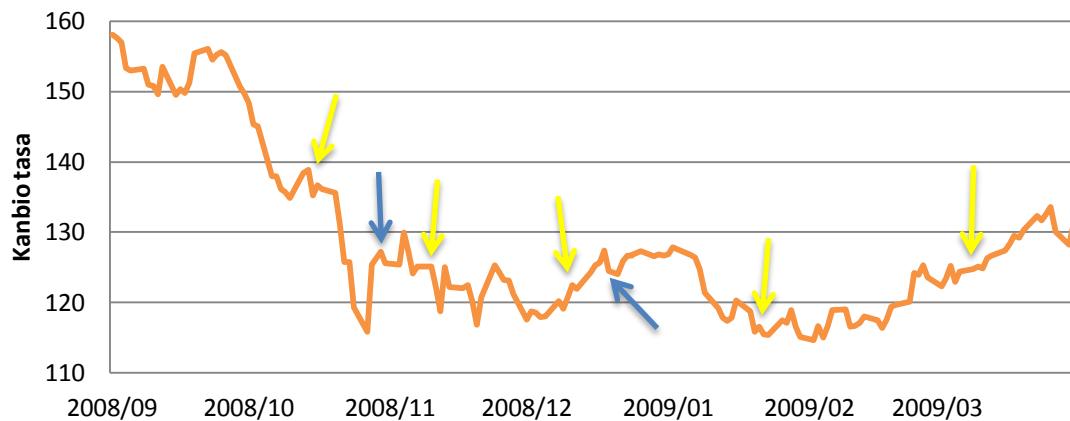
2008 urteko urrian, EBZak eta Ingalaterrako Bankuak, 50 puntutan jaitsi zituzten interes tasak bata bestearen atzetik; beraz, kanbio tasa nahiko egonkor mantendu zen. Bi banku zentralak azaroan interes tasak murrizten jarraitu zuten, hala ere EBZak 50 puntuko murrizketa burutu zuen eta Ingalaterrako Bankuak 150 puntukoa eta ondorioz, euroa apreziatu egin zen. Azkenik, abenduan EBZak 75 puntuko murrizketa burutu zuen eta Ingalaterrako Bankuak 100 puntukoa. Beraz, bi herrialdeen interes tasen diferentzialaren areagotze honek, euroaren balioa igotzean eragin zuen.

Gainera, azken interes tasen murrizketa hau burutu ostean, Ingalaterrako Bankuak burututako murrizketa baino handiagoa burutzea aztertu zuela ezagutzera eman zen eta banku jaulkitzailearen moneta politikaren komiteak laster interes tasak gehiago jaitsi zitzakeela adierazi zuen. Europako Capital Economics-eko ekonomia buruak, Jonhathan Loynes, aurreko iragarpenean eta lan merkatuaren azken datuetan erreparatuz, Ingalaterrako Bankuak FEDaren bidea jarraituko zuela esan zuen, interes tasak ia zerora jaitsiz (El mundo, 2008b). Guzti honek, urtearen bukaeran euroaren balioa igotzean eragin zuen.

Euro-dolarraren kasuan, 2009ko hasieran euroak balio galdu bazuen ere, libreakiko ez zuen hain murrizketa handia jasan, izan ere Ingalaterrako Bankuak ere interes tasak murriztu zituen urte honetan % 1,5etik % 0,5era eta honek euroaren depreziazio hau moteldu zuen.

Hurrengo grafikoan, hau da euro-yenaren kanbio tasaren bilakaeran, gezi urdinen bidez BoJaren interes tasen murrizketak ageri dira.

13. GRAFIKOA: EUR/JPY (2008/09-2009/03)



Egilea: norberak egina. Iturriak: EBZ, infomercados.com eta datosmacro.com.

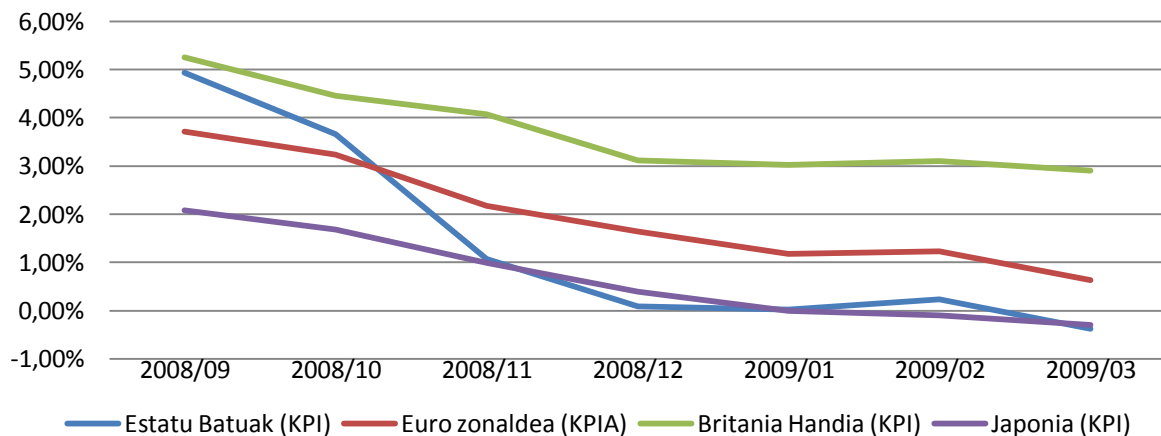
Yenarekiko ere etapan zehar, euroak balioa galdu zuen; batez ere hasieran. Beraz, lehenengo bi etapa hauetan yenaren apreziazioa oso nabarmena izan zen. Zehazki EBZak lehen bi hileetan % 0,75 jaitsi zituen interes tasak eta beste hainbat faktoreekin batera (aurretik aipatutako burtsen jaitsiera eta krisian barneratze bortitza) dibisaren balioa jaitsi zen. Bestalde, BoJak % 0,20 murriztu zituen interes tasak eta hau yenaren apreziazio gogorraren ondorioa izan zen, izan ere, errentagarritasunaren eta esportazioari bideratutako sektoreen inbertsioaren beherako presioak eragin zituen.

Urte amaieran, Japoniako Bankuak % 0 eta % 0,10 bitartera arte beste murrizketa bat burutu zuen. Honen arrazoia ekonomia egoeraren narriadura azkarra izan zen eta guzti honekin yenaren apreziazioa gelditzea eta nahiko egonkor mantentzea lortu zuen. Izan ere, dibisaren balio igoera horrek herrialdearen ekonomiaren hobekuntza oztokatzen zuen, esportazioak kaltetzearen ondorioz.

2009 urtearen lehen hiruhilekoan, euroak depreziatzeko joera hartu bazuen ere, Japoniak jardura ekonomikoaren narriadura garrantzitsua jasan zuen. Dezelerazioaren oinarria batez ere esportazio eta produkzio jaitsieran izan zen. Beraz, nahiz eta EBZak interes tasak murriztu, Japoniako egoeraren okertzeak euroa lehen hiruhilabetekoan apur bat apreziatzean eragin zuen.

Inflazioari dagokionez, hurrengo taulan oso argi nabaritzen da aurreko etaparekiko ezberdintasuna. Kasu honetan oso urteko inflazio tasa altuak jaitsiera handiak izaten hasi ziren, eta aurretik aipatu bezala honen arrazoi nagusia krisiak mundu osoan izan zuen eragina izan zen.

14. GRAFIKOA: INFLAZIO TASEN EBOLUZIOA (2008/09-2009/03)



Egilea: norberak egina. Iturria: Munduko Bankua (2017).



Aurreko etapako prezioen igoerak, lehen munduko herrialdeetako eskaria leuntzea eragin zuen 2008ko bigarren sei hilabeteetan eta gainera prezio hauek edozein eskari eta eskaintza margenei buruzko aurreikuspen latzei buruzko informazio eta zurrumurruen aurrea izugarritzko sentsibilitatearekin erantzuten hasi ziren. Uztailearen erdialde inguruan, izakinak pilatzen hasi ziren eta honek prezioen konpontzea ekarri zuen. Jaitsiera areagotu egin zen merkatu finantzarioen turbulentsia eta hauen munduko ekonomiaren gaineko eraginaren ikuspegiaren aurrean. Honek eskariaren gaineko beheranzko proiektzioaren berrikusketa gogorra ekarri zuen, baita suspertze bideko herrialdeen gain ere (EBZ, 2008).

Urte honen amaieran, inflazioa nahiko bortizki jaisten hasi zen, presioak azken hilabeteetan murriztu egin baitziren. Honako hau lehengaien prezioen jaitsierak eragin zuen, batez ere petrolioaren prezioak, eta KPIH bidez kalkulaturako euro zonako urteko inflazio tasa % 1,6an kokatu zen abenduan.

2008 urtearen zati handi batean, bai lehenengo etaparen zati handi batean, inflazioa EBZaren prezioen egonkortasunaren definizioaren oso goitik kokatu zen. Hala ere, uztailean EBZak interes tasak igotzeko erabakia hartu ondoren, lehengaien prezioetan ibilbide aldaketa bat ikusi zen eta inflazioaren goranzko espektatibek norabide aldaketa burutu zuten. Inkesta askoren arabera, prezioen egonkortasunarekin bateragarriak izango ziren inflazioaren espektatibak, EBZaren epe ertaineko moneta politikaren orientazioarekin bat (EBZ, 2008).

Estatu Batuetako inflazioari dagokionez, normalean baino tarte zabalagoaren barruan mugitu zen eta % 5 inguruko mailetatik % 0,1era jaitsi zen etaparen lehenengo zatian, 2008 urtean. Japoniako datuetan murgilduz, KPI bidez neurtutako urteko inflazioak ere jaitsiera gogorra jasan zuen abenduan % 0,4ra jaitsiz. Britainia Handiari dagokionez, % 5 inguruko inflazioa % 3ra murriztu zen.

Inflazioaren atzerakada azkar honek, beheranzko lehengaien prezioen zuzenketa gogorra agerian utzi zuen eta baita erabili gabeko produkzio gaitasunaren igoera, munduko ekonomiaren jardueraren jaitsieraren ondorioz. Etapa honetan beraz, inflazioa nabarmenki jaitsi zen eta hurrengo hilabeteetan beherantz jarraitzeko aurreikuspenak zeuden. Aukerak zeuden merkatu finantzarioen turbulentsien areagotzeak eta orokortzeak munduko eskaria murrizteko denbora luze batez.

Beraz, etapa honetan herrialde guztietako inflazioa jaitsi bazen ere, Ingalaterrak izan zuen murrizketa txikiena. Beraz, inflazio tasen aldakortasuna herrialde honetik areagotu egin zen eta beraz, kanbio tasan euroaren igoeran lagundu zuen. Bestalde, Estatu Batuetako inflazioak urte honetan oso jaitsiera bortitza izan zuen eta lehiakortasuna irabazi zuen. Beraz, honako honek dolarrak izandako apreziazioan eragin zuela ikus daiteke. Abenduan ordea, euro zonako inflazioa jaitsi zen eta Estatu Batuetakoa geldirik mantendu zen, beraz, euroaren aldeko diferentzial murrizketak euroaren apreziazioan eragin zuen.

Azkenik, Japoniako eta euro zonako inflazio tasen bilakaera oso antzekoa izan zen, eta ia aldaketa berdina izan zituzten; beraz, diferentzialak oso egonkor mantendu ziren. Euroaren aldeko diferentzialen murrizketa txikiren batek kanbio tasan euroaren beheranzko joera oztokatzen zuen, baina aldi labur baterako, izan ere, urte osoan zehar jaitsi egin zen balioa aurretik aipatutako faktoreen ondorioz.

2009an, munduko zona gehienetan, inflazio presioak azkar leundu ziren eta ekonomiaren ahultasunaren hazkundeak prezioen gaineko presioak geldiarazi zituen. Honako hau, batez ere lehengaien prezioen beherakadaren ondorioz izan zen eta urtean zehar beherantz jarraitzeko espektatibak zeuden. Hala, euro zonan urtearen erdialdean inflazio tasa negatiboak izateko aurreikuspenak zeuden (EBZ, 2009).

Martxoan Estatu Batuetako eta Japoniako inflazio tasa $-0,4\%$ izan zen lehengaien prezioen murrizketen ondorioz. Britainia Handian 3% inguruan oso egonkor mantendu zen eta euro zonan $0,63\%$ arte jaitsi zen.



Beraz, 2009 urtean inflazio tasek beherantz jarraitu bazuten ere ez zuten hain aldaketa handirik jasan eta gainera, diferentzialak ere nahiko konstante mantendu ziren. Esan daiteke hortaz, faktore honek kanbio tasen eboluzioan ez zuela eragin askorik izan eta gainera epealdi honetan kanbio tasak nahiko egonkor mantendu ziren. Martxo inguruan jasan zuen euroak balio igoera bat beste dibisekiko, eta hau hilabete honetan ikus daitekeen euro zonako inflazio tasaren murrizketak ere lagundu zuela esan daiteke; izan ere, beste herrialdeek baino murrizketa apur bat handiagoa izan zuen.

Laburbilduz, etaparen lehenengo zatiari dagokionez, 2008 urtea, moneta eta kreditu merkatuetako finantza turbulenziek, 2007ko abuztuan sortuak, eta hauen ondoriozko mundu osoko ekonomia errearen kutsatzeak 2008an dibisen merkatuaren eboluzioan nabarmenki eragin zuten.

Euroari dagokionez, etapa honen hasieran depreziazio gogorra jasan zuen. Honako balio galtze hau, batez ere euro zonako aurreikuspen ekonomikoetako buruzko merkatuen espektatiben berriuspenen ondorio izan zen, finantza krisia garatu eta bere mundu osorako heldze graduala igartzen hasi zenean. Gainera, merkatuetan ziurgabetasun handiagoko giroa sortu zen eta mundu mailako arriskuarekiko ezkortasuna. Hala ere, urtearen amaieran euroak indarrez errebotatu zuen eta gorantz egin zuen euro zonak lehiakortasuna irabaztearekin batera.

Estatu batuetako dolarrari dagokionez, euroak depreziazio gogorra jasan zuen. Aurretiaz esan bezala, merkatuek ez zuten uste krisiaren eragina Estatu Batuetan bezain handia izango zela euro zonan eta ondorioz apreziazio handia izan zuen euroak aurrerago. Ordea, Estatu Batuetako hipoteken merkatuan arrisku altuko segmentuan (subprime) sortutako turbulenzia finantzarioak atzeraldi ekonomikoa sortzen ari zirela ekonomia nagusienetan ikusterakoan, moneta honen beherakada hasi zen. Gainera, etapa honetan interes tasekiko diferentzialak ahuldu egin ziren euroa depreziatzen lagunduz. Hala ere, euroak abenduan igoera nabarmen bat jasan zuen dolarra lagundu zuten egiturazko faktoreak desagertzean eta dibisen merkaturak hazkunde aurreikuspen eta eskualde ekonomiko ezberdinen interes tasen diferentzialetan arreta jartzean.

Antzeko tendentzia jarraituz, Japoniako yenarekiko ere fluktuazio handiak jasan zituen euroak eta interes tasen diferentzialen murrizketak euroa ahuldu zuen. Gainera, euroak dolarrarekiko izandako balio galtze handiak eta merkatuen ziurgabetasunaren igoerak ere eragin zuten yenaren apreziazioan. Bestalde, librarekiko gorantz jarraitu zuen euroak eta batez ere honako hau moneta politikaren erlaxazio nabarmena eragin zuen Britainia Handiko jarduera ekonomikoaren dezelerazio handiaren ondorio izan zen.

Etaparen bigarren zatian, 2009 urtean, kanbio tasak nahiko egonkor mantendu ziren; ez zuten balio aldaketan gora behera handirik jasan. Euro dolarra izan zen balio aldaketa handienak izan zituena. Urtearen hasieran, euroak izan zuen beheranzko joera bere moneta politika hedatzaileen ondorioa izan zen. Hala ere, martxoan gorakada bat jasan zuen espektatiba ekonomikoaren hobetzearen ondorioz.

Dibisa Britainiarrarekiko ordea, euroak gora-behera ugari izan zituen, baina nahiko egonkor mantendu zen. Izan ere, Ingalaterrako Bankuak ere interes tasen murrizketak burutu zituen eta bi herrialdeen moneta politiken eraginak konpentsatu egin ziren.

Antzekoa gertatu zen Japoniarekin ere, 2009 urtearen hasieran nahiko egonkor mantendu zen kanbio tasa, hala ere, martxoan euroak pixka bat gora egin zuen Japoniako egoera okertzearekin eta euro zonaldeko espektatiben hobetzearekin bat.

Hurrengo taulan ikus ditzakegu etapa honetan kanbio tasetan emandako balio aldaketak eta hauek zein faktore eta arrazoik eragin zituzten.



2. TAULA: DIBISEN BALIO ALDAKETAK ERREZEZIO HANDIAN

Dibisak	Balio aldaketa	Faktoreak	Arrazoiak
Euroa	Depreziazioa	- Interes tasen murrizketa - Krisiaren eragina	*Erreferentziazko interes tasen murrizketaren ondoriozko diferentzialen murrizketak oro har euroa depreziatu zuen. *Krisia mundura zabaltzean euroa depreziatu egin zen aurreko etapan izandako eraginari buelta emanez.
Dolarra	Apreziazioa	- Krisia mundura zabaltzea	*Aurreko etapan krisiaren eragina batez ere Estatu Batuetan jasatearen ondoriozko depreziazioaren kontrako eragina gertatu zen krisia mundura zabaltzean.
Libra	Depreziazioa	- Interes tasen diferentzialen murrizketa	*Britainia Handian interes tasen murrizketak handiagoak izan zirenez, bi herrialdeen arteko diferentzialak areagotu ziren libra depreziatuz.
Yena	Apreziazioa	- Ziurgabetasun eta urduritasunaren agerpena	*Krisiaren larritzeak ziurgabetasuna eta urduritasuna sortu zuen merkatuko inbertitzaileengan eta inbertitzaileek segurtasuna bilatzeak yena apreziatu egin zuen.

Egilea: norberak egina.

Errezezioaren etapa honetan, euroa oro har depreziatu egin zen dolarrarekiko % 9,21, eta yenarekiko % 17,02; librarekiko, ordea, % 14,14an apreziatu zen. Hala ere, euroaren balio galtzea etapa honetan ez zen hain handia izan, dibisa ezberdinekin balio aldaketa ezberdinak izatearen ondorioz efektuak moteldu baitziren. Gainera, 2009 urtearen hasieran euroak dolar eta yenarekiko balioa apur bat berreskuratu zuen lehiakortasuna hobetzearen eta Japoniako ekonomiak jasandako narriaduraren ondorioz.

c) Europar Batasunean oinarritutako krisia, 2009ko martxoa – 2013ko martxoa:

Munduko finantza merkatuen turbulentsiak nagusi ziren hirugarren etapari dagokionez, EBZaren interes tasen aldaketak bakarrik aztertuko ditut, banku zentral honek bakarrik aldatu baitzituen. Krisia European finkaturik, herrialdean eragin zuen gehien bat eta EBZaren esku-hartzea oso garrantzitsua izan zen.

2009 urtean euro zonako merkatu monetarioen tentsioak leundu egin ziren eta interes tasen arteko diferentzialak murriztu, nahiz eta termino historikoetan nahiko handiak ziren. Gainera, FEDak bere interes tasa politika denboraldi batez aldatuko ez zuelako adierazpena egin zuen. Etapa honetan, Europako herrialde batzuen krisiak izan ziren faktore garrantzitsuenetakoak merkatuetan. Bestalde, hainbat organismo krisiaren bukaeraz hitz egiten hasi ziren, benetan gertatu ez zenean eta beraz, merkatuen ziurgabetasuna eta ondoriozko kanbio tasen gora beherak nabariak izan ziren.

2010ean, moneta politikak euro zonako ekonomiaren berreskurapen eta merkatu finantzarioen tentsio iraunkorren testuinguruan jardun zuen. Munduko ekonomia berreskuratzen hasi zen eta baita kontsumitzaile eta enpresariaren konfiantza maila ere. Hala ere, berreskurapena herrialdeen arabera desberdina izan zen eta ekonomia aurreratuek nahiko igoera motela izan zuten. Gainera, maiatzean, finantza tentsioak indarrez berpiztu ziren, batez ere Grezian, eta euro zonako beste merkatu batzuetan ere eragin zuten (EBZ, 2010).

Urtearen erdialdean dibisen gerra bat hasteko mehatxua egon zen, izan ere, Japonia, Estatu Batuek eta Britainia Handia, kanbio tasa murrizteko ekintzak burutzen hasi ziren beste hainbat herrialderekin batera eta tarte honetan euroak izan zuen apreziazioa nabarmendu ahal izango dugu geroagoko kanbio tasen grafikoetan. Gainera, dibisa ahul batek ekonomiaren lehiakortasuna areagotzen du, izan ere esportatzea errazten da eta inportatzea garestitu barne jarduera indartuz eta baita inflazioa bultzatuz. Kontuan izanik aurreko etapetan oro har dolarraren ahultasuna, honek Estatu Batuetako ekonomiaren hazkundera berrabiarazten lagundu zuen. Era berean, 2007tik libra esterlinaren balioa ere beste monetekiko oso baxu mantendu zen datu historikoekin alderatuz.



Beraz, esan daiteke interes tasen jaitsieraz baliatu zirela herrialde batzuk ekonomia berpizteko, enpresa eta partikularrei finantzazioa merkatuz eta gainera dibisen balioa ahulduz lehiakorragoak izateko. Euroak aurreko etapetan galdutako lehiakortasuna etapa honetan nahiko nabarmendu zen eta EBZak hainbat ekintza burutzeari ekin zion.

Urte honetako kanbio tasen eboluzioa batez ere munduko berreskurapen ekonomikoak eta moneta politikek determinatu zuten. Ekonomia aurreratu ugartan eboluzioa nahiko hegazkorra izan zen berreskurapen ekonomikoak ahula izaten jarraitzen zuen bitartean.

2011 urtean ere berreskurapen ekonomikoak bere bidea jarraitu zuen, nahiz eta abiadura ezberdinetan, tentsio ugari sortuz. Herrialde aurreratuetan berreskurapen honek oso motela izaten jarraitzen zuen (NDF, 2011). Hala ere, euro zonan ekonomia eta finantza egoera oso zaila izan zen eta honek dibisaren balioan eragin zuen.

Uztaitetik aurrera, finantza merkatuen tentsioak areagotu egin ziren, batez ere euro zonako herrialde ugartako finantza publikoen eboluzioaren aurrean merkatuko partaideek izan zuten kezkarengatik. Honen ondoriozko finantza baldintzen gogortzeak eta konfiantza ekonomikoaren narriadurak, munduko eskariaren murrizketekin batera euro zonaren jarduera ekonomikoa geldiarazi zuten.

Urte bukaeran, euro zonako ekonomien banku sistemak kolapsotik gertu egon ziren. Baina aurretik aipatutako munduko beste banku zentral garrantzitsuenek (Estatu Batuetako Erreserba Federala, Kanadako Bankua, EBZa, Ingalaterrako Bankua eta Suitzako Banku Nazionala) larrialdi egoeretan munduko banku sistema multzoaren finantzazioari sarrera errazteko akzio koordinatuak burutzea adostu zuten; hau izan zen kolapsoa ez gertatzeko arrazoietakoa bat.

2012 urtean, zor subiranoaren eta krisi finantzarioaren ondorioz, jarduera ekonomikoaren estutzea eta finantza egoeraren hegazkortasuna gertatu zen euro zonan. Beraz, urte hau ere moneta politiken exekuziorako urte zaila izan zen. Konfiantza ekonomikoaren, ziurgabetasun igoeraren eta beste hainbat faktoreren ondorioz inbertsioa eta kontsumo pribatua nahiko ahulak izan ziren.

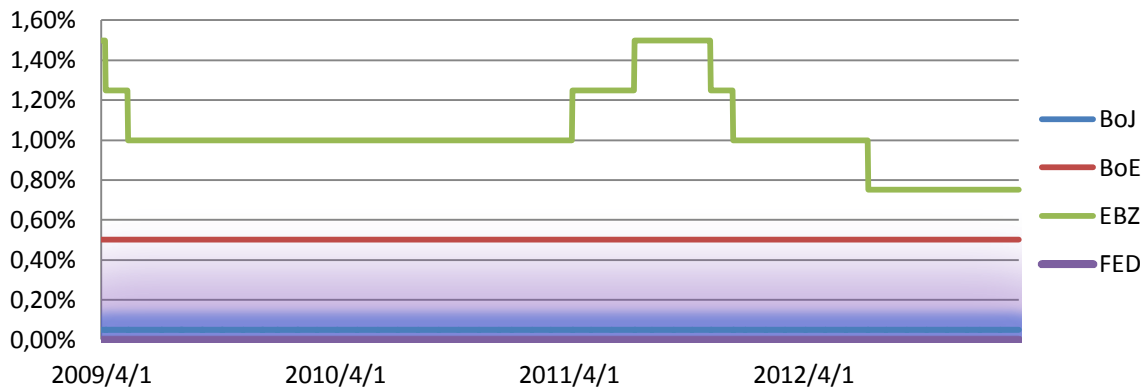
Urtearen hasieran, merkatu finantzarioen tentsioak altuak izan ziren, eta gainera zor subiranoaren krisia gogortu egin zen, ordea, urtearen erdialdetik aurrera leundu egin ziren. Udan zor merkatuen egoera egonkortzen hasi zenean, euroak goranzko bidea hasi zuen aztergai ditugun beste hiru dibisekiko. Hala ere, aditu batzuek honek munduarekiko euro zonako prezioen garestitzea ekartzen zuela esan zuten eta esportazio eta berreskurapen ekonomikoa zailtzen zituela (EBZ, 2012).

2013 urtearen hasierari dagokionez, euro zonako ekonomiak errezeziotik ateratzeari ekin zion. Hala ere, merkatuetan ekonomien inguruko ziurgabetasun egoerak jarraitzen zuen eta munduan zehar ingurune konplexuak. Hala ere, etapa honen bukaerak mundua berreskurapen etapara bideratu zuen.

15. grafikoan aztergai ditugun lau dibisei dagozkien banku zentralek ezarritako erreferentziazko interes tasen bilakaera ikus daiteke. Zehazki, EBZak bakarrik burutu zituen interes tasen aldaketak etapa honetan, kontuan izanik krisiak gehien herrialde honetan eragin zuela eta beste herrialdeek interes tasekiko moneta politikaren erabilera oso mugatuta zutela oso interes tasa baxuak izatearen ondorioz; beraz, beste errekurtsio batzuek baliatu behar izan ziren beraien ekonomia berpizten jarduteko. Etapa honetako kanbio tasak moneta politikek, ekonomien bilakaerek eta euro zonako herrialde ezberdinen krisiek baldintzatu zituen batez ere.

Grafikoan ikus daitekeenez, EBZak gora behera batzuk barne, % 1,5etik % 0,5era jaitsi zituen interes tasak etapan zehar; 100 puntu. Ingalaterrako Bankuak % 0,5ean mantendu zituen, Japoniako Bankuak % 0 eta % 0,1 bitartean eta FEDak % 0 eta % 0,25 bitartean. Beraz, EBZak ere beste Banku Zentralen moneta politikari jarraitu zion interes tasak murriztuz eta ondorioz, hauen diferentzialak.

15. GRAFIKOA: INTERES TASEN EBOLUZIOA (2009/04-2013/03)



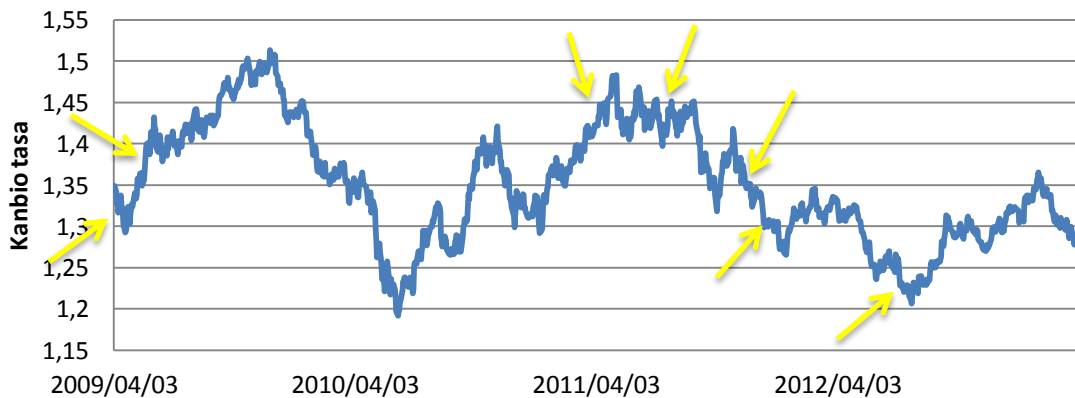
Egilea: norberak egina. Iturriak: datosmacro.com eta EBZ.

Etapan honetan hiru kanbio tasen grafikoen itxura nahiko antzekoa da, izan ere hiru kanbio tasetako dibisetako bat euroa da, eta krisia Europan zentratu zenez, bertako gertaeren eta erabakien aurrean erantzuten zuten batez ere merkatuek. Hasieran, EBZak interes tasak % 1,5etik % 1era jaitsi zituen eta erabaki honen eragina aurretik jasan zuen euroak balioa galduz. Ondoren, bi urte inguruz interes tasak mantendu zituen, gainerako banku zentralen gisa. Beraz, tarte horretako gora-beheren arrazoiak batez ere Europako tentsio eta bestelako datu ekonomikoen ondoriozkoak izan ziren.

2011ko erdialdean EBZak interes tasak igo zituen euroa apreziatzea eraginik eta urtearen amaieran berriro murriztu zituen moneta hasierako mailetara bueltaraziz. Euroaren jaitsiera garrantzitsua interes tasak % 0,75era jaistearen ondorioz emandakoa izan zen Europan krisia larritzearen ondorioz. Hala ere, hurrengo hilabeteetan bere balioa berreskuratzeari ekin zion.

Honako eragin hauek ondorengo hiru grafikoetan ikusi ahal izango ditugu. Hala ere, kanbio tasa bakoitzaren grafikoan azalpen zehatzagoa burutuko dut.

16. GRAFIKOA: EUR/USD (2009/04-2013/03)



Egilea: norberak egina. Iturriak: EBZ, infomercados.com eta datosmacro.com

Etaparen hasieran, inflazio presio ahulen eta euro zonako errezerzio ekonomiko larriaren testuinguruari erantzuteko, EBZak interes tasak murrizten jarraitu zuen; hain zuzen, % 1,5etik % 1era 25 puntuko bi murrizketa egin zituen. Moneta politiken erantzuleak, murrizketa ugari burutu zituenez jadanik, euroaren beherakada batez ere aurreko etapari dagokion 2009 urtearen zatian eman zen.

2009 urtean, jarduera ekonomikoa egonkortu zen euro zonan eta hemendik kanpo. Aldi berean, merkatu finantzarioen egoera hobetu zen eta honek Eurosistemaren ez ohiko esku-hartzearen beharrez gertatu zuen. Hobekuntza hauen aurrean Gobernu Kontseiluak, jadanik beharrezkoak ez ziren neurri ez konbentzionalen kentzeari ekin zion euroa jasaten ari zen depreziazioari kontrajarriz.



Oro har euroak martxoan eta apirilean nolabaiteko hegazkortasuna izan bazuen ere, maiatzean apreziatzeari ekin zion finantza merkatuen hobetzearen eta hegazkortasuna murriztearen ondorioz. Bestalde, urte honetan, FEDaren Merkatu Irekiko Eragiketen Komiteak urtean zehar interes tasa % 0,25erako tartean mantentzeko asmoa adierazi zuen. Gainera, aurreikusitako egoera ekonomikoak honako ez ohiko maila baxuak denboraldi luzez mantentzea justifikatuko zuela berretsi zuen (EBZ, 2009).

Ikus daitekeenez, 2009ko azarotik euroak dolarrarekiko depreziatzeari ekin zion 2010 urteko erdialdera arte. Honako hau, batez ere Estatu Batuen berreskurapen makroekonomiko sendoagoaren ondorioz izan zen. Ben Bernankek zuzendutako entitateak krisi garaian 2007tik hartutako neurri bereziak gutxika kentzen joateko planteamendua egin zuen (EBZ, 2010). Hau burutzeko epealdirik jakinarazi ez bazuen ere, euroa dolarrarekiko depreziatzen lagundu zuen. Hala ere, urte honetan ere FEDak aldatu gabe mantendu zituen bere erreferentzia interes tasak eta egoera ekonomikoak honako hau horrela mantentzea justifikatzen zuela adierazi zuen.

Ordea, bigarren seihilekoan, alderantzizkoa gertatu zen Estatu Batuetako agintarien ekonomia estimulatzeko plan berri baten onarpenaren erantzun gisa. Urrian dibisen gerra sortzeko aukerak munduko berreskurapena mehatxatu zuen, baina azkenean ez zen oso larria izan herrialde guztiek parte hartu ez baitzuten. Estatu Batuak eta Txinaren arteko borrokan laburtu daiteke, hauek beraien monetak debalututa mantendu nahi baitzituzten esportazioak bultzatzeko. Euro zona depreziazio joku honetatik aldendu zen, hurrengo grafikoetan ikusiko den bezala, bere moneta bakarra are gehiago garestituz.

Bestalde, EBZako Gobernu Kontseiluak interes tasa ofizialak egokiak zirela uste zuen. Izan ere, moneta politikaren esparru garrantzitsuan prezioen eboluzioa ahula izatea espero zen; hau da, hazkunderako espektatiba hobek eta epe laburrerako inflazioaren dinamikak epe ertainean prezioen egonkortasuna mehatxatzen ez zutela kontsideratzen zen. Beraz, 2009ko maiatzean ezarritako finantzazio eragiketa nagusien interes tasa % 1ean mantendu zuen; minimo historikoan.

2011 urtearen lehenengo zatian, munduko hazkundera lagundutako euro zonaren berreskurapena eta barne eskariaren indartzea eman zen. Honek euroaren apreziazioa eragin zuen. Aldi berean, inflazio tasa nabarmen igo zen eta inflazioaren gaineko ikuspegi arriskuak gorantz egin zuten. Honen aurrean prezioen egonkortasuna bermatu ahal izateko EBZako Gobernu Kontseiluak 25 puntu basikotan igo zituen interes tasa ofizialak bi aldiz, ekainean eta uztailean, ia bi urtez oso maila baxuetan mantendu eta gero. Apreziazioa aurretiaz eman zen euro zonan, ordea, interes tasen igoera hauekin euroa nahiko egonkor mantentzea lortu zuen EBZak izan ere, inflazioaren gorakadaren euroaren beheranzko efektua estali zuen. Gainera, urte honetan euro zonako finantza egonkortasunaren arriskuak areagotu ziren zor subiranoaren krisiak eta honen banku sektoreko eraginaren ondorioz. Beraz, erabaki honen bidez EBZak euroaren egonkortasuna bermatu zuen bere prezioen egonkortasuna mantentzeko helburua betez.

Urtearen erdialdean, jarduera ekonomikoa gelditzea eragin zuten gertakari ugari eman ziren. Gainera, finantza merkatuen ziurgabetasuna handia zen, 2011 bukaeran jaitsi zena. Bigarren seihilekoan arriskuak areagotu egin ziren, euro zonako herrialde handienetako batzuk kutsatu egin baitziren. Guzti hau hazkunde makroekonomikoari buruzko ikuspegi narriaduraz batera etorri zen eta banku sektoreko finantzazio tentsioak areagotu ziren urte bukaeran; honek euroaren depreziazioa eragin zuen.

Azaroan, EBZako presidente gisa bere estreinaldian, Mario Draghik interes tasak % 1,5etik % 1,25era jaistea erabaki zuen Europa osoaren gaineko errezezio mehatxuen aurrean. Draghik hurrengo argudiatu zuen: “ urtearen bigarren epealdian merkatu finantzarioetako tentsioek hazkunde ekonomikoa kaltetu dezakete. Ikuspegi ekonomikoa ziurgabetasun maila altu bati eta arrisku serie bati lotuta dago, batzuk gauzatu direnak eta hazkunderaren aurreikuspenak kaltetu dituztenak”. Ezegonkortasunaren sorrera Grezian aurkitzen zen eta hemengo finantzazio arazoak euro zona kutsatzeko arriskuak zeuden (El País, 2011b). Erabakia ezagutzera eman baino lehenago, euroak beheranzko joera hasi zuen. Gainera,



abenduan beste 25 puntuko murrizketa bat burutu zuen interes tasa ofizialak berriro ere % 1ean utziz eta euroa depreziatzea eraginez.

Urte honetan ere, FEDaren Merkatu Irekiko Eragiketen Komiteak interes tasa ofizialetan aldaketarik ez burutzea erabaki zuen. Gainera urte honetan adierazpen zehatzagoa burutu zuen, izan ere esperotako egoera ekonomikoak interes tasak maila oso baxu honetan mantentzea justifikatuko zuela esan zuen “gutxienez 2013 erdialdera arte”, aurretiaz “epealdi luze bat” esaten zuenean (EBZ, 2011).

2012ko ekainean, Greziako eleksioak hurbiltzen ari zirenean, euroarenganako beldurra areagotuz joan zen eta munduko moneta autoritateak EBZarekin (euroaren jaulkitzailea) batera jarduteko prestatzen hasi zien. Mario Draghik Frankfurtoko konferentzia batean esan zuenez, “okerrerantz joateko arrisku larriak daude eta ziurgabetasun maila handiagotzearekin dute zerikusia”. Gainera, organoak izuak aldentzeko prest zegoela adierazi zuen eta “behar duten bankuek” likidezia jasoko zutela, “krisi garaian EBZak jarraitutako bidea jarraituz”. Bestalde, krisia larrituz gero, interes tasak jaitsiko zituela adierazi zuen (El País, 2012a). Guzti honek, epealdi honetan euroa depreziatzea eragin zuen beste dibisekiko.

Thomas Kressingek - dibisetan aditua - esan zuenez “euroa oso garesti negoziatzen aritu da urte askotan zehar, azken hilabeteek bere baliora bueltatu besterik ez dute egin kontuan izanik euro zonako krisiaren arrisku ekonomiko eta instituzionalak. Kanbio tasa ahulago batek lehiakortasuna berreskuratzen eta hazkundea sortzen lagunduko dio euro zonari” (El País, 2012b).

Bestalde, finantza merkatuen ekonomia eta moneta eboluzioari buruzko tentsioen aurrean EBZak interes tasak 25 puntutan murriztu zituen eta honetarako inflazio presioen beherakada kontuan hartu zuen. Hala ere, euroak aurretiaz izan zuen depreziazio handiak goranzko bidea hasi zuen Europako liderrek banku sektorearen gainbegiraketa komunaren politika ezartzean eta ziurgabetasun pixka bat jaistean. Gainera, euro zonako zor publikoaren merkatuetako tentsioak murriztu egin ziren (EBZ, 2012).

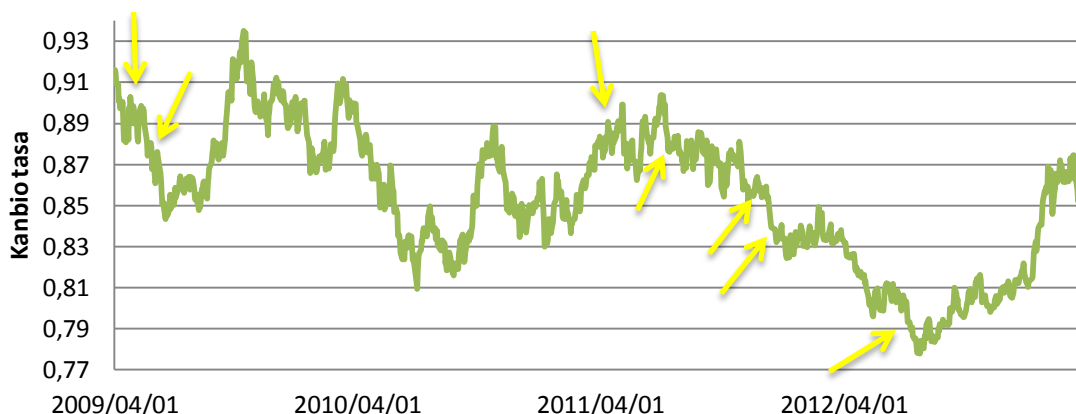
Halaber, Greziako hauteskundeetan kontserbadoreek irabazi zuten, hau da herrialdea European mantendu nahi zuen alderdiak. Beraz, ekainaren bukaeran euroak goranzko bidea hasi zuen dolar, libra eta yenarekiko, eta aurretik beldurren ondorioz izandako balio galerak berreskuratuz hasi zen.

Etapa honen amaieran, hain zuzen 2013 urtearen hasieran, euroaren gorakada bat nabarmentzen da; 2011 urtetik izan ez zituen balioetara helduz. Honako honen arrazoia euro zona berreskurapenetik oso hurbil egotearen espektatibengatikoa izan zen, Mario Draghik defendatu zuenez. Honetaz gain, igoera horretan eragin zuten esperotakoaren gaiterik Alemanian enpresa konfiantzaren datuak. Baita, inbertitzaileen euroarekiko gosea berpiztu zuten albiste baikor ugari ere (EBZ, 2013).

Ordea, martxoan, EBZako presidenteak, beste dibisekiko euroa murrizteko neurrien beharrezan ez zegoela aldarrikatu zuen, eta euro zonaren konfiantzaren zeinu gisa aurkeztu nahi izan zuen tendentzia. Izan ere, 2012an euroa igotzen hasterakoan, Europako lider ugari kezkatzea eragin zuen. Hala ere, 2013aren hasieran, Mario Draghik EBZaren helburua prezioen egonkortasuna zela aldarrikatu zuen eta kanbio tasa honetarako garrantzitsua bazen ere, ez zela organismoaren muin nagusia aldarrikatu zuen. Gainera, aurreikuspena hurrengo hileetan inflazio tasak % 2ko maila jaistea zen eta beraz, EBZaren agintaldiarekin bat egiten zuela esan zuen.

Hala ere, argi utzi zuen dibisa komunaren indarrak ekonomian izan zitzakeen eraginei begira jardungo zuela organoak. Euro altu horrek esportazioak kaltetzen zituen eta Gobernu Kontseiluaren batzarraren ondoren, Draghik prentsaurrekoan Europako berreskurapena geldoa izango zela aldarrikatu zuen. Testuinguru honetan, diruaren prezioak minimo historikoetan mantenduak geratu ziren, % 0,75ean. Euroa depreziatu egin zen presidentearen hitzen ostean (El País, 2013a).

17. GRAFIKOA: EUR/GBP (2009/04-2013/03)



Egilea: norberak egina. Iturriak: EBZ, infomercados.com eta datosmacro.com

17. grafikoko kanbio tasa honetan ere, 2009 urtearen hasieran euroak beheranzko joera izan zuen eta geroago, urtearen erdialdean goranzko joerari ekin zion. Hala ere, kanbio tasa honen kasuan, euroaren apreziazioa askoz txikiagoa izan zen. Honako kanbio tasa hau hegazkortasun handiko testuinguruan murgildu zen urte honetan eta honen dinamikak interes tasen diferentzialen eboluzioa islatuz jarraitu zuen, euro zonaren eta Britainia Handiaren ekonomia perspektiben ziurgabetasunetik eratorritako hegazkortasun handiaren ondorioz (EBZ, 2009).

2010ean, euroa libreakiko % 3,1ean depreziatu zen. Moneta bakarra urtearen lehen seihilekoan depreziatu zen libreakiko euro zonako herrialde batzuen finantza publikoen iraunkortasunaren gaineko merkatuen ziurgabetasun testuinguruan. Bigarren zatian, galeren zati bat berreskuratu zuen euroak beste herrialdeek beraien moneten balioa jaisteko burututako estrategien ondorioz.

2011ko otsailean, langabeziari buruzko datuak ezagutzera eman ziren Britainia Handian eta berreskurapenari buruzko zalantzak sortu zituzten. Honen ondorioz, libra balioa galtzen hasi zen (El economista, 2011). Gainera, apirilean EBZak interes tasak igo zituen eta geroago beste igoerari bat egongo zela adierazi zuen. Ordea, BoEak interes tasak mantentzeko asmoa adierazi zuen eta gainera, herrialdeko datu ekonomikoak zalantzarriak ziren eta ez zuten berreskurapen argirik erakusten. Euroaren igoera hau Ingalaterrako inflazioaren datuek geldiarazi zuten eta gainera apur bat jaitsarazi.

Urte honen erdialdean, gora behera batzuk izan bazituen ere, kanbio tasa nahiko konstante mantendu zen. Ordea, urtearen bukaeran euroak beheranzko joera hasi zuen. Izan ere, finantza merkatuetako tentsioen areagotzeak euro zonako jarduera ekonomikoan nahiko nabarmenki eragin zuen eta prezioen egonkortasuna bermatzeko EBZak interes tasak 50 puntutan jaitsi zituen.

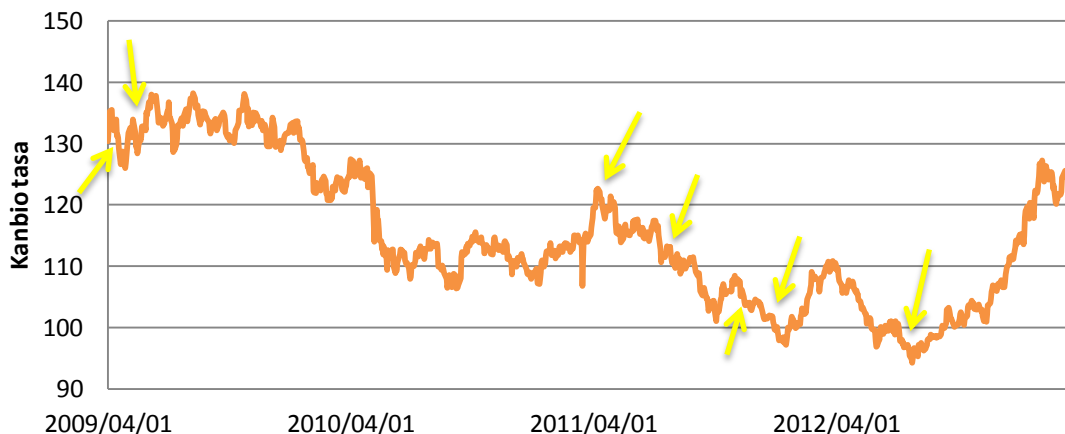
2012 urtea hasterakoan ere euroak beheranzko bideari jarraitu zion Erresuma Batuko ekonomiaren igoera handiagoak euro zonako beheranzko joerari etekina ateraz. Euro zonako ekonomiaren herstura eta errezezioak euroaren jaitsiera eragin zuten. Uztailean, EBZak eta BoEak pausu bat aurrera eman zuten zerotik hurbilagoko interes tasen politika monetario globalera eta ekonomia ahulak estimulatzeko beraien saiakeran ekonomia animatzeko metodo ez ohikoekin. EBZak bere erreferentzia interes tasa lehen aldiz % 1etik jaitsi zuen eta BoEak % 0,5ean mantentzea erabaki zuen (El País, 2012c). Hala ere, ziurgabetasunaren murrizketak eta Greziako hauteskundearen emaitzak euroa apreziatzea eragin zuten EBZaren erabakiari kontrajarriz.

Etaparen amaieran, 2013 urtearen hasieran, otsailera arte librak izugarritzko jaitsiera jasan zuen eta honen arrazoi nagusia Britainia Handiaren ekonomia ahula agerian jartzearena izan zen. 2012an nahiz eta herrialdeko ekonomiaren albisteak txarrak izan, munduko inbertitzaileen hurbileko jarraipenetik kanpo geratu zen. Izan ere, euro zonaren krisia eta Estatu Batuetako zergen arazo larriak jarraitu

zituzten merkatuek eta hauek desagertzerakoan arreta Ingalaterrara bideratu zen. Gainera, Cameronek, lehen ministroa, Britainia Handiak Europan jarraitu edo ez erabakitzeke galdeketa bat egiteko aukera aldarrikatu zuen (El economista, 2013). Guzti honek libraren balioa murriztea eragin zuen.

Aldi berean, Ingalaterrako Bankua libraren kanbio tasa jaisteko gogoetan zebilelako adierazpena egin zuen. Honek Japoniak hartutako neurriak bultzatzea suposatuko luke eta “dibisen gerra” sortzearen mehatxua. Hala ere, erabaki honen hartzea ez zen konfirmatu.

18. GRAFIKOA: EUR/JPY (2009/04-2013/03)



Ecilea: norberak egina. Iturriak: EBZ, infomercados.com eta datosmacro.com

2009an, kanbio tasa honek gora behera batzuk izan bazituen ere, nahiko egonkor mantendu zen. Gainera, Japoniak aurreikusitakoa baino jardura ekonomikoaren narriadura handiagoa jasan zuela ezagutzera eman zen apirilean eta euro zonan finantza tentsioak leundu zirenez, interes tasen murrizketagatik izan beharreko depreziazioa apreziatio leun batean bilakatu zen.

Urteko bigarren seihilekoan Japonia berreskurapen etapan sartu zen, esportazio mailan igoerak izaten hasi baitzen eta gainera, EBZak interes tasak murriztu zituen. Hala ere, euroak 2009 urtean ez zuen beheranzko tendentziarik izan; izan ere, oro har Japonian jasandako esportazioen igoera hauek aurreko jaitsierekiko oso motelak izan ziren eta honako politika hauen efektua desegin zuten. Urtean zehar 128 eta 138 yen arteko tartean fluktuatzen jarraitu zuen (EBZ, 2009).

2010 urtean zehar euroak yenarekiko depreziatioa jasan zuen, eta ekainean eta irailean apreziatio leun batzuk izan zituen. Jaitsiara handiena euroak lehenengo hilabetean jasan zuen, izan ere, Japoniako egoera ekonomikoa nahiko hobetu zen epe honetan munduko eskariaren igoeraren ondorioz. Bigarren hiruhilekoan ere gora jarraitu bazuen ere igoera motelagoa izan zen eta beraz, euroaren depreziatioa ere bai. Urte honetan jasandako depreziatioak 2009 urtean jasandako apreziatio gutzit desegin zuen.

Hala ere urtearen bigarren zatian barneko eskariak egonkor jarraitu bazuen ere atzerrikoa murriztu egin zen eta beraz, kanbio tasan gora beherak ikus daitezke, baina nahiko balio egonkorra mantenduz.

2011. urtearen hasieran euroak apreziatio txiki bat jasan zuen beste monetekiko izaten ari zen apreziatioaren ondorioz. Gainera, Japonian hondamendi naturala gertatu zen eta honek dibisaren balioaren beherakada eragin zuen beste hainbat eragin negatiborekin batera; euroa apreziatu egin zen.

Hala ere, apirilean euroak beheranzko joerari ekin zion eta urte osoan zehar iraun zuen. Hain zuzen ere, nahiz eta urtearen erdialdean EBZak interes tasak igo, honek sortu beharreko dibisaren apreziatioaren orde, euroak balioa murrizten jarraitu zuen. Izan ere, euro zonako baldintza makroekonomikoak okerrera egin zuten eta zor publikoaren merkatuetan tentsioak areagotu ziren hainbat faktoreri buruzko partaideen ziurgabetasunaren ondorioz: mundu mailako hazkunderako itxaropenak, herrialde batzuen

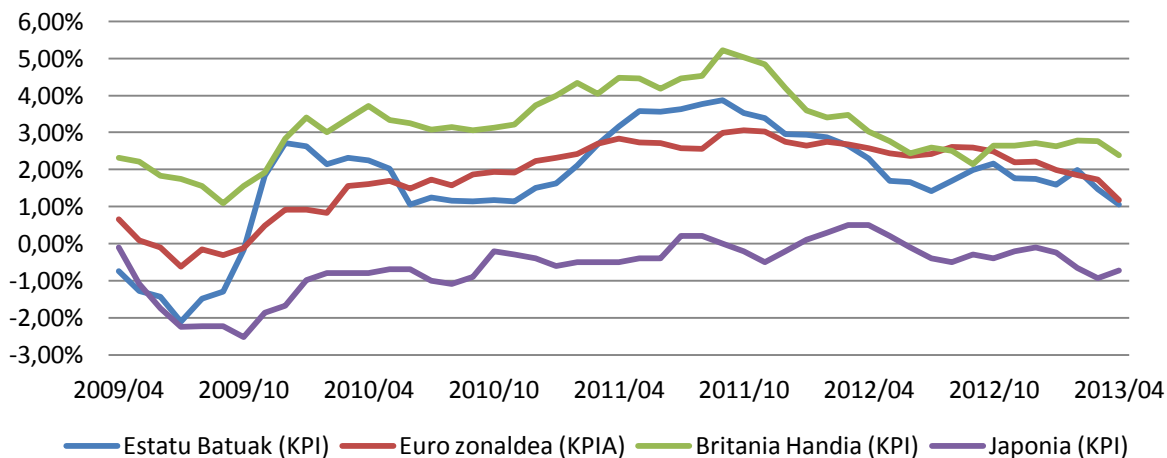
finantza publikoen iraunkortasuna eta oro har ez egokitzat jo zen gobernuek zor subiranoaren gainean emandako erantzuna. Abuztuan zor subiranoaren krisia gogortu egin zen eta euroak balioa galtzen jarraitu zuen; izan ere, merkatu honetako krisiak beste merkatu batzuei ere eragin zien (EBZ, 2011).

2012 urtearen hasieran, beste kanbio tasetan bezala, euroak gora egin zuen eta martxoan beherantz egiteari ekin zion uztaile arte euro zonan zeuden aurretik aipatutako arazo guztien ondorioz. Urtearen bigarren seihilekoan ordea, euro zonako egoerak hobera egin zuen zor publikoaren merkatuko tentsioak erlaxatzeaz batera eta euroak apreziateari ekin zion. Gainera, Japoniako ziurgabetasun egoeraren areagotzeak kalte egin zion yenari eta izugarriko depreziazioa jasan zuen urtearen erditik aurrera; honetan, Japoniako gobernu berriak burututako ekonomia politiken aldaketek lagundu zuten (BE, 2012).

Aurretik aipatutako herrialdeen lehiakortasuna areagotzeko dibisen depreziazioa lortzeko mekanismoa interes tasa oso baxuena izan zen, baina batez ere, banku zentral garrantzitsuenek burututako moneta espansio programak. Politika honetara batu zen Japonia ia deflaziodun hamarkada oso baten ostean. 2013an yen bileteen emisioa adierazi zuenean, hurrengo hilabeteetan moneta asko depreziatu zen eta ekonomiak berriro inflazioa izan zuen, nahiz eta hazkundea oraindik argi ez egon (El País, 2013b).

2013 urtearen hasieran Japoniari moneta merkatuzko manipulazioa leporatu zioten beste herrialdeek. Izan ere, bere moneta depreziatzeari ekin zion esportazioak bultzatzeko. Galtzaile argi bat egon zen historia honetan: euroa, izan ere etapa honetan izugarri garestitu zen beste monetekiko. Europako mezu ofiziala, merkatuek moneta bakoitzaren prezioa ezarri behar dutelakoa izan zen (El mundo, 2013). Hala ere, ezin daiteke dibisen gerra izan zela ziurtatu, zaila baita frogatzea herrialdeek beraien moneta manipulatu zutela horri etekina ateratzeko eta depreziazio hauek ez zirela ekonomia suspertzeko neurrien ondorioa izan.

19. GRAFIKOA: INFLAZIO TASEN EBOLUZIOA (2009/04-2013/03)



Egilea: norberak egin. Iturria: Munduko Bankua (2017).

Inflazioari dagokionez, 2009 urtean, ekonomia aurreratu gehienek inflazio tasa % 1etik beherakoa izan zen. Gainera, garapen bideko herrialdeen inflazioa oso nabarmenki jaitsi zen, inflazio presioen murrizketaren aurrean. Urteko inflazioaren gora beherak, batez ere lehengaien prezioen eboluzioaren ondorio izan ziren, eta bereziki energiarenak, aurreko urteko gorakadari buelta emanez (EBZ, 2009).

Euro zonan, KPIH bidez neurtutako inflazioak euroa sortzetik izandako urteko balio txikiena izan zuen. Hain zuzen ere, batz besterik urteko inflazioa % 0,3ko izan zen, eta uztailean inoizko maila baxuena izan zuen, -% 0,62, deflazioa. Urtearen amaieran balio positibora heldu bazen ere, % 0,9, euro zonaren helburutik oso urrun geratu zen. Nahiz eta inflazio tasak hilabete batzuetan negatiboak izan ziren, inkesten bidezko espektatibek epe ertainera inflazioa EBZaren helburuarekin bateragarria zela zioten.



Estatu Batuetan, uztailen $-2,24\%$ ko izatera arte iritsi zen urteko inflazio tasa. Hala ere, urte amaieran berriro balio positiboak hartu zituen eta $2,72\%$ ko baliora iritsi zen abenduan, lehengaien prezioen gorakadaren ondorioz. Japonian, beste herrialdeetan bezala inflazioak hasieran beherantzko joera izan zuen, eta herrialde honetan inflazio negatibo altuena egon zen, $-2,52\%$. Gainera, nahiz eta urritik aurrera pixka bat igo zen, urte osoan zehar balio negatiboak izan zituen. Inflazioaren eboluzio hau batez ere petrolioaren prezioen bilakaeraren eta ekonomian geratzen zen produkzio gaitasunaren ondorio izan zen. BoJak deflazio honek “garrantzi handiko erronka” suposatzen zuela esan zuen (EBZ, 2009).

Britainia Handian ere inflazio tasak pixka bat murriztu baziren ere urrira arte, ondoren gorantz egin zuten. Baina beste hiru moneta zonekin alderatuz herrialde honek 2% ko mailaren inguruan mantentzea lortu zuen inflazio tasa. Hala ere, bilakaera antzekoa izan zuten interes tasen gora beherek hiru herrialdeetan eta kanbio tasetan hauen aurreikuspenek eragin zuten, baina ez oso bortizki.

2010ean zehar inflazio tasak igo egin ziren, batez ere, lehengaien munduko prezioen igoeren ondorioz. Hala ere, urte honetan inflazio presioak moderatuak izan ziren, nahiz eta urte bukaeran gorakada nabarmen bat ikusi zen. Euro zonan, KPIH bidez kalkulatuak urteko inflazio tasaren batz bestekoa $1,6\%$ ko izan zen. Aurreko urtetik nahiko gorakada nabarmena jasan zuen eta EBZaren helburuarekiko bateragarria izan zen. Hala ere, urte amaieran nahiko igo zen $2,23\%$ iritsi arte, lehengaien prezioek eta munduko berreskurapenak indartuz.

Japonian, urtean zehar inflazioa nahiko egonkor mantendu zen balio negatiboetan, urte erdi inguruan jaitsiera bat izanez eta amaieran igoera txiki bat; azken hau batez ere lehengaien prezioen igoerak eta tabakoaren zergen igoerak eragin zuten. Beste bi herrialdeen inflazio tasek antzeko bilakaera izan zuten, urtearen hasieran apur bat jaitsiz, ondoren mantenduz eta urte amaieran gorantz eginez. Urtearen erdialdean, euro zonako inflazio tasek gorantz egin zuten, izan ere aurretik euroak balioa galtzeak esportazioak bultzatu eta prezioen igoera eragin zuen. Beraz, batez ere Estatu Batuekiko inflazio tasen diferentzialetan aldaketa nabarmena eman zen eta honek euroa depreziatzen lagundu zuen.

2011 urtean zehar, prezioen eboluzioaren gaineko eragina batez ere energia eta lehengaien prezioen igoerena izan zen. Urtearen erdialdera arte, berreskurapen ekonomikoaren testuinguruan, prezioen igoera hauek inflazio presioak areagotzea eragin zuten. Bigarren seihilekoan, inflazioa maila altuetan mantendu bazen ere, gorantzko presio hauek murriztu egin ziren hazkunde ekonomikoaren gelditzearekin bat eta jaisteko espektatibak zeuden hurrengo urterako (EBZ, 2011).

Euro zonan inflazioa maila altuetan mantendu zen urtean zehar, eta $2,7\%$ ko izan zen batz besteko urteko tasa. Irailtik azarora jaso zuen balio handiena 3% arte igoz, baina abenduan murriztu egin zen $2,7\%$ jaitsiz. Beraz, inflazio altu hauek ere urteko bigarren zatian euroaren balioa murrizten lagundu zuten eta gainera, EBZak espero zuen batz besteko inflazio tasa baino handiagoa izan zen erreala eta honek ere euroa depreziatzea eragin zuen (EBZ, 2011).

Apirilean Britainian jasandako inflazioak libraren gorakada eragin zuen. Izan ere, Britainia Handiko inflazioa $4,4\%$ raino heldu zenez, merkatuak interes tasen gorakada bat espero zuen eta honek libra indartu zuen. Estatu Batuetan, inflazio tasa nahiko altua izan zen, batez ere energia eta elikagaien prezioen igoeraren ondorioz. KPI bidez neurtutako urteko inflazioa $3,1\%$ ko izan zen. Japoniak ordea, testuinguru deflazionistan murgilduta jarraitu zuen 2011 ia osoan.

Urte honetan oso bilakaera antzekoa izan zuten inflazio tasek eta beraz diferentzialen aldaketa ez zen oso esanguratsua izan euro zona, Britainia Handia eta Japoniaren kasuetan. Ordea, irailera arte Estatu Batuetako inflazio tasak berebiziko hazkunde handia jasan zuen eta euro zonarekiko lehiakortasuna galdu zuen dolarraren balioa murriztuz. Ordea, hemendik aurrera inflazio tasak beherantz egin eta lehiakortasuna berreskuratu zuen herrialdeak euroarekiko balioa bereganatuz.



2012an, urteko inflazioa tasa euro zonan maila altuetan mantendu zen, nahiz eta testuinguru makroekonomikoa desfaboragarria izan. Hala ere, urtean zehar beheranzko joera izan zuen. Inflazio mailak energiaren prezioen gorakada islatu zuen batik bat. Bataz beste urteko inflazio tasa % 2,5ekoa izan zen eta urtean zehar inflazio presioek beherantz egin zuten.

Estatu Batuetan, urteko inflazio tasa % 2,1ekoa izan zen. Aurreko urtearekiko leunketa hau energia eta elikagaien prezioen murrizketaren ondorioa izan zen. Hala ere, urtearen erdialdean energiaren prezioen tendentzia beherakorrak buelta eman zuen inflazioaren gorakada sortuz urrira arte eta gero beherantz jarraituz. Igoera tarte horretan Estatu Batuetako eta euro zonako inflazio tasen artean diferentzia areagotzeak dolarraren balio galera eragin zuen 16. grafikoko kanbio tasan ikusi zitekeen moduan.

Japonian, urtearen hasieran inflazio positiboa egon bazen ere, bigarren zatian negatibo bilakatu zen. Hala ere % 0 inguruko balioetan mantendu zen inflazio tasa gora behera gutxirekin. Izan ere, urte honetan inflazio tasen aldaketak oso leunak izan ziren eta oro har urte amaieran apur bat jaitsi ziren. Otsailetik uztaileira arte euro zonako eta Japoniako urteko inflazio tasen diferentziala areagotzeak Japonia lehiakorrago egin eta euroa depreziatzean eragin zuen. Ordea, abuztutik aurrera diferentzial hauek murriztu egin ziren euro zona lehiakorrago bilakaturik eta euroa apreziatzean lagunduz.

Britainia Handian, inflazio tasen murrizketa nabarmenagoa izan zen euro zonarena baino eta beraz, herrialdea lehiakorrago bilakatu zen eta uztaileira arte libra apreziatzen eragin zuen. Ordea, hemendik aurrera inflazio tasa hauen arteko diferentzialak handitu egin ziren euro zonaren alde eta euroa apreziatzen lagundu zuen faktore honek.

2013 urtearen hasieran ere inflazio presioak leundu egin ziren. Gainera euro zonak inflazio murrizketa handiagoa izan zuen beste herrialdeek baino eta honek euroa zona lehiakorrago egin eta euroaren balioa igotzean lagundu zuen beste hiru dibisekiko.

Laburbilduz, 2009 urtean, kanbio tasen eboluzioa munduko finantza egoerak eta berreskurapen ikuspegiak baldintzatu zuten. Oro har, euroa depreziatu egin zen urte honetan librarekiko eta yenarekiko; hala ere, balio aldaketa hauek ez ziren oso handiak izan. Euroaren depreziazio orokorra batez ere librarekiko balio galtzearen ondorioa izan zen.

2010 urteko lehen hiruhilekoan, euroa depreziatu egin zen aztergai ditugun monetekiko. Honen arrazoia euro zonako herrialde batzuetako zor subiranoen egoerari buruzko ziurgabetasun azkorra izan zen. Gainera, honek euroaren moneta nagusienekiko kanbio tasen hegazkortasun handiagoan eragin zuen maiatza eta ekainean. Bigarren sei hilekoan, euroak gorantz egin zuen batez ere zor subiranoaren gaineko zalantzen murrizketaren eta baita euro zonan esperotakoak baino datu makroekonomiko hobeak lortzearen ondorioz.

2011 urtean hegazkortasun handiko testuinguruan, euroaren kanbio tasak beherantz egin zuen. Hau batez ere euro zonako ekonomien ikuspegiaren aurrean merkatuetan sortutako aldaketengatik gertatu zen. Apirilera arte euroa oro har apreziatu egin zen, baina hemendik aurrera beheranzko joerari ekin zion uda ostean sendotu zena. Honako tendentzia hau urri inguruan gelditu zen euroa dolar eta yenarekiko apreziatu zenean hegazkortasun murrizketaren eta lurrikararen ondorioz.

Estatu Batuetako dolarrarekiko apirilera arte euroa apreziatu egin zen eta bigarren sei hilekoan deprezitu. Eboluzio honek merkatuen finantza publikoen gaineko ikuspegiaren aldaketa adierazi zuen eta % 3,2ko balio galtzea jasan zuen euroak. Japoniako yenari eta Britainiako librarari dagokionez, euroa urtean zehar depreziatu egin zen, lehenengoarekiko % 7,8an eta bigarrenarekiko % 3an.

2012. urtean, euroaren kanbio tasak euro zonako ikuspegi ekonomikoekiko merkatuaren atzematean aldaketa eta zor subiranoarekiko arrisku primen eboluzioa erakutsi zituen. Apirilera arte, apreziazatu



egin zen. Hala ere, zor subiranoaren krisiaren ebazpenarekin erlazioatutako tentsioen gogortzearekin bat, hemendik aurrea moneta bakarraren balio galtzea etorri zen eta uztailean arte % 5 inguru depreziatu zen. Tendentzia hau uztailearen bukaeretan gelditu eta buelta eman zitzaion, egonkortasunaren testuinguruan, hegazkortasuna murriztu zenean.

2013 urtearen hasieran, munduko berreskurapenaren testuinguruan eta Europan egondako krisien amaieran, euroa apreziatu egin zen, batez ere libra eta yenarekiko. Dolarrarekiko ordea, balio apur bat galdu zuen Mario Draghiek dibisarekin gertatzen zena aditasunez jarraituko zutelako adierazpena egin zuenean eta merkatuen moneta politikaren bilakaeraren espektatiben ondorioz.

Hurrengo taulan ikus ditzakegu etapa honetako dibisen balio aldaketak eta arrazoiak, hauetan eragin duten faktoreekin batera.

3. TAULA: DIBISEN BALIO ALDAKETAK EUROPAR BATASUNEAN OINARRITUTAKO KRISIAN

Dibisak	Balio aldaketa	Faktoreak	Arrazoiak
Euroa	Depreziazioa	- Interes tasak - Krisiak - Ziurgabetasuna eta konfiantzaren murriztea	*Erreferentziazko interes tasen murrizketaren ondoriozko diferentzialen murrizketak euroa depreziatu zuen. *Europako herrialde batzuetako krisiak eta burutu beharreko erreskateak, euroa ahultzean eragin zuten. * Merkatuen ziurgabetasuna eta euro zonako hazkunderi buruzko zalantzek ere eragin zuten.
Dolarra	Apreziazioa	- Egoera ekonomiko hobea	*Datu makroekonomiko hobekak euro zonarekin alderatuz. *Interes tasen diferentziala murriztu dolarraren alde.
Libra	Apreziazioa	- Ekonomiaren hazkundera	*Euro zonako finantza merkatuetan tentsioek jarduera ekonomikoa okertzean eragin zuten. *Britainia Handian egoera ekonomikoa euro zonarekin alderatuz askoz hobea izan zen.
Yena	Apreziazioa	- Japoniako egoera apur bat hobetzea - Euro zonako ekonomia arazoak	*Japonian egoera ekonomikoak gora behera ugari izan bazituen ere, oro har etapan zehar hobetu egin zen eta euro zonan ordea krisi desberdinak egon ziren zor publikoaren merkatuetan. *Euro zonako merkatuen tentsio handiak yena igotzen lagundu zuten.

Egilea: norberak egina.

Gora-behera eta ziurgabetasun handiko etapa honetan euroa oro har depreziatu egin zen dolarrarekiko %2,92, librarekiko %7,92 eta yenarekiko %7,50. Hala ere, euroaren balio galtzea etapa honetan ez zen hain handia izan, gora-behera ugari izan bazituen ere faktore ugariaren ondorioz, etaparen bukaeran galdutako balioaren zati handi bat berreskuratu zuen herrialdeko krisien bukaera eta merkatuen konfiantzaren igoerarekin batera. Gainera, yena ez zuen apreziatio handiagoa jasan herrialdean gertatutako hondamendi naturalaren ondorioz. Etapa hau 2012 erdialdean, uztailean, bukatu izan balitz euroa %4,86 depreziatu zela dolarrarekiko esango genuke, libra %12,45 eta yena %23,26.

d) Berreskurapena, 2013ko martxoa – gaur egun:

Azken etapa honetan, errezezioa desagertu egin zen eta berreskurapen etapa hasi zen munduan zehar, nahiz eta oraindik tentsio ugari mantentzen ziren eta baita etorkizunarekiko ziurgabetasuna ere. Banku Zentralek jarrera oso ezberdina izan zen aztergai ditudan lau herrialdeen artean eta hau nabaritutako da moneta politiken azalpena burutzerakoan. Hala ere, etapa hau ez zen hain gatazkatsua izan.

2013an, moneta politikaren exekuzio eremua oso konplexua izan zen eta inflazio presioek beherantz jarraitu zuten. Hala ere, merkatuen tentsioek murriztu eta inbertitzaileen konfiantzak gora egin zuten. Hau da, testuinguru makroekonomikoak konplexua izaten jarraitzen zuten, baina hoberanzko joera nabarmena izan zen; munduko berreskurapenak erritmo geldoan jarraitu zuten.



2014 urtea NDFaren hitzetan “egonkortasunetik hazkunde iraunkorrerako” urtea bezala har daiteke. Gainera, hazkunde dinamika hau oso desberdina izan zen herrialdeen artean, Estatu Batuetakoa eta Britainiakoa askoz azkarragoa izanik euro zonakoa eta Japoniakoa baino (NDF, 2014).

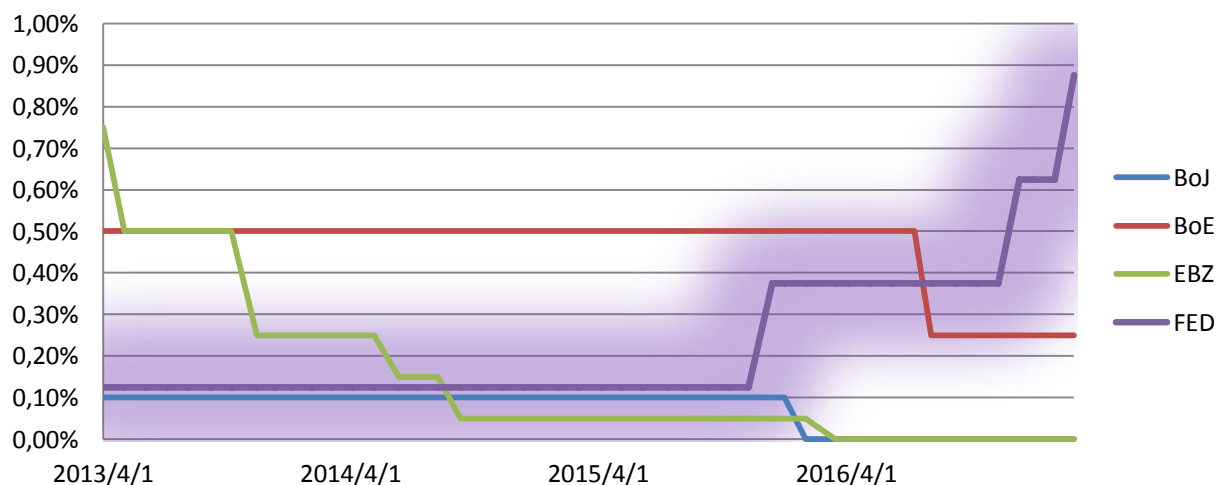
2015 urtean ekonomiaren berreskurapenak aurrera jarraitu zuen, baina hazkunde ekonomikoa aurreko urtearekiko leundu egin zen. Euro zonan konfiantzan gorakada nabarmena egon zen eta eskaria bultzatu zen, gainera euroaren depreziazio handi batek esportazioak areagotzen lagundu zuen (EBZ, 2015).

2016 urtearen hasieran munduko hazkundeak leuna izaten jarraitu zuen eta gainera irregularra, jarduera ekonomikoa sendoago zabaldu baitzen ekonomia aurreratuetan. Martxotik ekainera bitartean nazioarteko eta euro zonako finantza merkatuek egoera egonkorragoak lortu zituzten. Urtearen hasieran ziurgabetasun nabarmena egon bazen ere, krisi hasieratik maila solidoenean bukatu zuen munduko ekonomiak. Hala ere, urte hau berezia izan zen ziurgabetasun politikoaren eta gertakari geopolitikoaren ondorioz (EBZ, 2016).

2017 urte honetan, maiatzean, adierazleek munduko hazkunde aurreratuaren dela dioten eta munduko merkataritza berreskuratzen ari dela. Gainera, munduko berreskurapena orokortzen ari da eta hazkundearen hobekuntza herrialde guztietara zabaldu da. Nazioarteko finantza baldintzak oro har onuragarriak izan dira politikei dagokien ziurgabetasun gradu nabarmenetik at (EBZ, 2017).

Eta honetako interes tasei dagokienez, ondorengo grafikoan ikus daitezke banku zentralen burututako aldaketak. Hauek oso urriak izan ziren, izan ere, krisiak aztergai ditugun herrialdeetako banku zentralen tresna hau erabiltzeko gaitasuna asko murriztu zuen egoerari aurre egiteko interes tasak maila oso baxuetara burututako jaitsieraren ondorioz.

20. GRAFIKOA: INTERES TASEN EBOLUZIOA (2013/04-2017/06)



Egilea: norberak egin. Iturriak: EBZ, datosmacro.com

Hain zuzen ere, EBZak eta Ingalaterrako Bankuak interes tasen murrizketarekin jarraitu zuten. Lehenengoak, 5 murrizketa ezberdinetan % 0,5etik % 0ra murriztu zituen interes tasak etapa honetan zehar eta bigarrenak, % 0,5etik % 0,25era 2016. urtean. Bestalde, Japoniak ere interes tasak murriztu zituen maila negatiboetako % 0 eta -% 0,1 tartera jaitsiz. Aitzitik, FEDak moneta politika aldatzeari ekin zion eta interes tasen igoerak burutu zituen % 0 - % 0,25 tartetik 25 puntuko hiru igoera egini.

Eta honetan aztergai ditudan hiru kanbio tasen bilakaera oso desberdina izan zen ondoren azalduko ditudan hainbat faktorearen ondorioz.

21. GRAFIKOA: EUR/USD (2013/04-2017/06)



Egilea: norberak egina. Iturriak: EBZ, datosmacro.com eta infomercados.com

2013 urtean, Europan oso inflazio presio baxuak egotearen ondorioz, EBZak interes tasen 25 puntuko bi murrizketa burutu zituen; lehenengoa, maiatzean eta bigarrena azaroan. Tasak maila historikoetara jaitsi bazituen ere, inflazioaren beherakadak eta honen beheranzko aurreikuspenek euro zonako lehiakortasuna areagotu zuten eta aurreko etapan jasandako krisitik ateratzeko euroa apreziaztean eragin zuten. Gainera, FEDak erreferentziazko interes tasa mantenduko zuelako adierazpena egin zuten.

Apiriletik aurrera, dibisen merkatuan hegazkortasun gutxi egon zen eta oro har euroa nahiko konstante mantendu zen. Hala ere, tendentzia hau maiatz inguruan hautsi zen FEDak bere erlaxazio kuantitatiboa gutxika kenduko zuelako merkatuen espektatiba sortzearekin batera. Gainera, euro zonan argitaratutako jardura ekonomikoari buruzko datuak esperotakoak baino hobek izateak ere moneta bakarraren iguera eragin zuten (EBZ, 2013).

Euro zonan hasitako berreskurapen ahulak ez zuten esperotako azelerazioa izan 2014. urtean. Gainera, inflazioen presioak oso urriak izan ziren, herrialdeen hazkundearen arteko diferentziak handiak eta interes tasak beraien limitetik hurbil egotearen erabilera urria izan zuten (EBZ, 2014). Egoera honek moneta politikaren ekintza erabakigarria eskatzen zuten. Apirilean euroak izugarriko depreziazioari ekin zion hazkunde eta inflazio ikuspegiaren etengabeko narriaduraren ondorioz eta EBZak burututako interes tasen murrizketek honetan lagundu zuten. Gainera, Mario Draghik adierazpen ugari burutu zituen euroaren balioari buruz zuten desadostasuna aipatuz eta merkatuek honen aurrean jardun zuten euroa depreziatuz.

Moneta politika bortitz hau, FEDaren oso antzekoa izatera iritsi zen eta erabaki historiko honek bere garaian Estatu Batuetan eragin zuten depreziazio gogorra eragin zuten euro zonan ere. Gainera, AEBetako datu ekonomikoak esperotakoak baino hobek izan ziren eta honek dolarraren apreziazioan eragin zuten.

2015eko lehenengo hiruhilabetekoan, euroak beheranzko joerarekin jarraitu zuten eta bere balioa oso maila baxuetara jaitsi zen; ia paritatara iritsi arte. Bestalde, martxo inguruan euro zonako datu makroekonomiko berrien publikazioarekin euroak beheranzko joera eten eta pixka bat gora egin zuten. Izan ere, zor subiranoaren krisitik euro zona ateratzean eta konfiantza bereganatzean, apreziazioari ekin zion. Ordea, maiatzetik aurrera EBZaren etorkizunerako moneta politiken gaineko espektatibak aldatzean beste banku zentralenekin alderatuz, euroa apur bat depreziatu zen.

Urtean zehar gora behera batzuk izan zituen kanbio tasak, baina nahiko balio tarte egonkorrean mantendu zen. Hala ere, urrian eta azaroan apur bat depreziatu zen euroa urriko Gobernu Kontseiluaren batzar baten ondorioz; moneta politikari buruzko etorkizuneko merkatuen espektatibek eragin zuten euroaren balio galtze hau. Gainera, abenduan FEDak % 0,25ean igo zituen interes tasak eta honek euroa

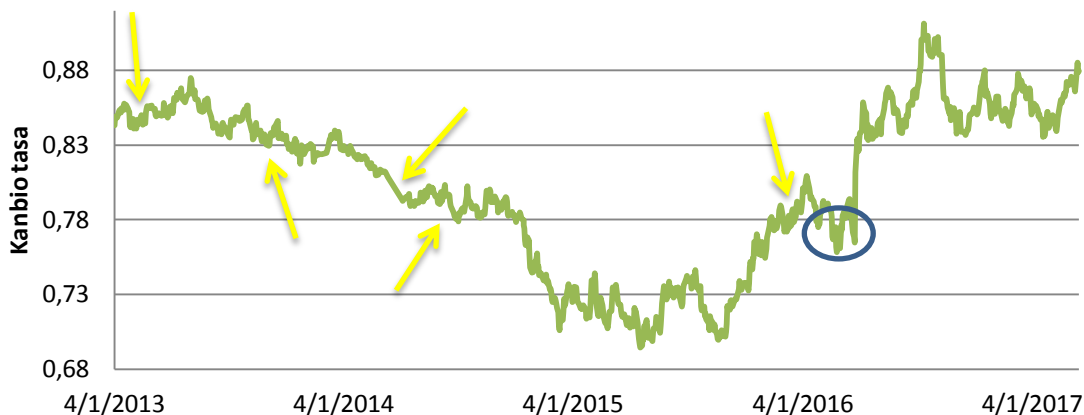
pixka bat depreziatzea eragin zuen, hala ere erabaki hau guztiz esperoa zenez, ez zuen bortizki eragin erabakia ezagutzera eman zenean (EBZ, 2015).

2016 urteko martxoan, EBZako Gobernu Kontseiluak erreferentziatzko interes tasak 5 puntutan jaitsi eta % 0an ezartzea erabaki zuen, minimo historikoan. Hau egoera ekonomiko eta finantzarioak urtarrileko batzarretik narriadura jasan zuelako eta prezioen egonkortasuna bermatzeko arriskuek gora egin zutelako egin zuen. Nahiz eta interes tasak jaitsi, euroa urtarriletik apreziatu egin zen munduko ziurgabetasun egoeraren ondorioz. Gainera, bi herrialdetako epe luzerako zorraren errendimenduen diferentzialaren murrizketa gertatu zen euro zonaren alde eta Estatu Batuen interes tasekiko merkatuen espektatibak aldatu ziren.

Maiatzean, euroa apur bat ahuldu egin zen epe luzerako zorren errendimenduen arteko diferentzialak areagotzearen ondorioz. Hala ere, urte honetako gora behera hauek ez ziren oso esanguratsuak izan. Irailtik abenduaren erdialdera arte, euroak depreziatzeari ekin zio berriro, izan ere FEDak interes tasak % 0,25ean igo zituen berriro eta merkatuek erabaki hau espero zuten lehengo erreakzionatu zuten. Hala ere, Trumpek Estatu Batuetako elezioak irabazterakoan herrialdearekiko sortu zen ziurgabetasun handiak dolarraren apreziatioaren aurka egin zuen eta urte amaieran euroa apreziatu egin zen.

2017 urtearen hasieran, euroaren dolarrarekiko tendentzia gorakor bat nabarmendu daiteke. Izan ere, euroarekiko sentimendua hobetuz joan zen eta aldi berean, Donald Trump Estatu Batuetako presidentearen adierazpen politikoek dolarra ahuldu zuten. Apirilaren 27ko batzarrean, Gobernu Kontseiluak EBZaren interes tasak ez zituela aldatuko erabaki zuen. Hala ere, euro zonako hazkunde ekonomikoa indartu egin da 2017 urtean zehar eta euroaren goranzko espekulazio postuak espero dira dolarra azken 3 urteetako maila altuenean egoteagatik Suitzako Banku Zentraleko ekonomialariek diotenez (El economista, 2017a).

22. GRAFIKOA: EUR/GBP (2013/04-2017/06)



Egilea: norberak egin. Iturriak: EBZ, datosmacro.com eta infomercados.com

2013 urtean, euro-libraren kanbio tasa nahiko konstante mantendu zen. Hala ere, depreziazio leun bat jasan zuen euroa interes tasen murrizketen ondorioz, hau da, bi moneta zonen interes tasen diferentzialen murrizketaren emaitza gisa.

2014 urtean, EBZak interes tasak jaitsi zituen eta ordea, Ingalaterrako Bankuak mantendu. Honi herrialdeen arteko hazkunderen ematen ari zen ezberdintasuna gehituz, euroaren depreziazioa eman zen. Gainera, BoEk interes tasak igotzeko espekulazioak areagotu ziren ekainean dibisaren balioa igoaraziz (El economista, 2014). Hala ere, irailean Eskozia Ingalaterratik ateratzeari buruz sortutako ziurgabetasunaren ondorioz, nahiz eta EBZak interes tasak 10 puntutan jaitsi, librak behera egin zuen.

2015 urtearen hasieran euroak depreziatzeari jarraitu zion euro zonako eta beste jurisdikzioen moneta politiken dibergentzia iraunkorraren merkatuen espektatiben aurrean. Hala ere, martxoan joera hau gelditu egin zen eta euro zonako datu berrien adierazpenarekin kanbio tasa hau nahiko egonkor mantendu zen azarora arte. Tarte honetan jasandako balio aldaketak datu makroekonomiko ezberdinen eta moneta politiken gaineko espektatiben ondoriozkoak izan ziren. Adibidez, ekainean jasandako balio galera Greziako gertakarien eta hauen ondorioz ziurgabetasun egoera handitzeagatikoa izan zen (EBZ, 2015).

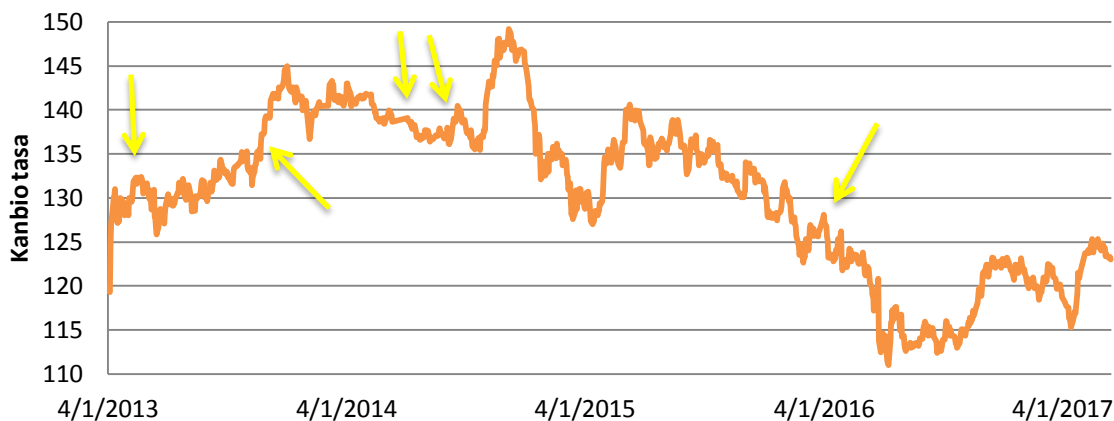
Udan euroa apreziatu egin zen mundu mailako arriskuarekiko gorrotoaren aurrean eta Txinaren eboluzioaren gaineko ziurgabetasun egoeren aurrean. Azaroan, librak beheranzko joerari ekin zion, izan ere Britainia Handia Europatik ateratzeko erabakia ahalbidetuko zuen erreferendumaren gaineko ziurgabetasunak librak balioa galtzea eragin zuen.

2016 urtean librak balioa galtzen jarraitu zuen erreferendumaren data hurbiltzen zihoan heinean eta EBZak interes tasak murrizteak ere ez zuen honako joera hau aldatu. Ordea, apirilean, erreferenduma heltzeaz zegoenean, Ingalaterrako monetak balio apur bat berreskuratu zuen inkesta gehienek baitzioten Brexitaren emaitza ezezkoa izango zela eta beraz, herrialdeak Europan jarraitzeko aukerak handiagoak zirela. Honako hau aurreko grafikoan biribil baten barruan ikus daiteke. Gainera, euroaren depreziazioan eragin zuten ekonomia nagusien moneta politiken orientazioekiko merkatuen espektatiben aldaketek.

Ekainean, Brexitaren emaitza baiezkua izaterakoan, libra izugarri depreziatu zen uztaileraino ziurgabetasun testuinguruan, kanbio tasa honek historian izandako balio minimoetara hurbilduz. Egoera honen aurrean BoEak abuztuan % 0,25era murriztu zituen interes tasak dibisaren depreziazioan eraginez. Azaroan librak bere balioaren zati bat berreskuratu bazuen ere, abenduan berriro depreziatu zen eta 2017 urtean nahiko balio egonkorretan mantendu da, baina oso balio baxuetan. Ikus dezakegu beraz, honako faktore politiko garrantzitsuek izugarrizko eragina dutela dibisen balioetan.

2017 urtean, kanbio tasak gora behera batzuk izan baditu ere, nahiko balio egonkorretan kotizatzen ari da. Gainera, martxoan eta apirilean, hauteskunde berrien deialdiarekin batera, uste zen Theresa May eta EBarekin Brexit ahularen akordioa burutzeko alderdi kontserbadorea indartuko zirela, horrela negozioazioan lehentasunezko merkataritza tratua mantenduz. Halaber, BoEak interes tasen igoera posible bat adierazi zuen eta bi faktore hauek libra apur bat apreziatzean eragin zuten. Apirilean ordea libra depreziatu egin zen eta hau inflazioaren gorakada handiaren ondorioa izan zen (El economista, 2017b).

23. GRAFIKOA: EUR/JPY (2013/04-2017/06)



Erreferentzia: norberak egina. Iturriak: EBZ, datosmacro.com eta infomercados.com



Euroaren igoera handiena yenarekiko aurreko etapari dagokion 2013 urtearen zatian eman bazen ere, ikus daiteke 23. grafikoan apirilaren hasieran ere balioa nahiko nabarmenki areagotu zela. Honen zergatia, BoJak bere moneta politikaren orientazioan burutuko zituen aldaketen espektatibengatikoa izan zen. Honako hau apirilean adierazi zenez, orduan eman zen igoeraren zati handiena eta Japoniako Bankuak deflazioari aurre egiteko eta barne eskaria bermatzeko burutu zuen aldaketa hau.

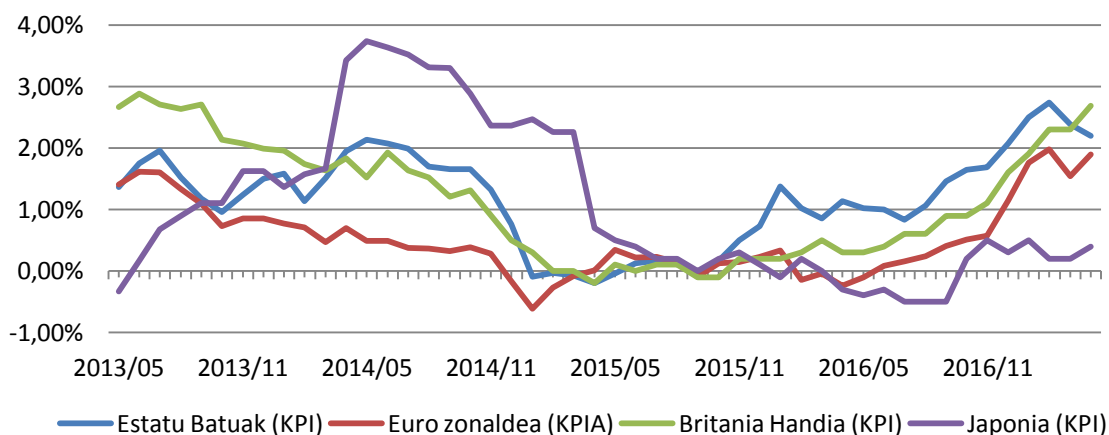
2014 urtean euro zonak eta Japoniak beste bi herrialdeekin alderatuz berreskurapen geldoagoa izan zuten, baina beraien arteko ezberdintasunak hain handiak izan ez zirenez, urte honetan zehar kanbio tasaren mugimenduak ez ziren hain bortitzak izan. 2013 urteko abenduko BoJaren hileroko txostenaren arabera KPIaren berreskurapena ahula izango zen eta gobernua urte honetako hazkundearen aurreikuspen baxua burutu zuen. Hala ere, urtearen gehiengoan yenak goranzko joera txiki bat izan zuen, izan ere euroaren aurreko urteko apreziatio handiak, epe luzera balio antzekoetara bueltatzeko joera logikoa izan zuen. Ordea, azaroan Japoniako datu makroekonomiko ezberdinak, adibidez BPGa, esperotakoa baino baxuagoak izan zirenez, euroak igoera handi bat izan zuen. Aldiz, abenduan, EBZak behar izanez gero dibisaren kanbio tasa kontrolatzeko ez ohiko neurrien prestatzea agindu zien funtzionarioei eta yena asko apreziatu zen aurreko igoeraren eragina desagerraraziz (El País, 2014).

2015eko martxora arte euroa depreziatu egin zen aztergai ditudan kanbio tasen guztiekiko, eta ekainera arte gorantz egin zuen datu makroekonomiko berrien publikazioarekin. Hala ere, ekainean beheranzko joerari ekin zion eta urte osoan zehar jarraitu zuen horrela. Honetan, Greziako zorraren gaineko akordio faltak, BoJeko gobernatzaileak yenak depreziatzeari utziko ziolako egindako adierazpenak eta Txinako arazoan ondoriozko hegazkortasunaren igoerak eragin zuten (Bankinter, 2015).

2016ko uztailera arte euroak yenarekiko beheranzko joerari jarraitu zion hegazkortasunaren areagotzearen eta arriskuarekiko ezkortasuna handitzearen ondorioz. 2016ko otsailean BoJak erreferentziazko interes tasak $-0,10\%$ eta 0% artera jaitsi zituen 10 puntutan, bi hamarkadatan izandako geldialdi egoerari aurre egin nahian. Momentu horretan euroak balioa berreskuratu bazuen ere EBZak aste batzuen buruan 0% arera jaitsi zituen interes tasak eta euroak beheranzko joerari jarraitu zion. Ordea, uztailera tendentzia hori apurtu zen eta urrirra arte gora behera txiki batzuk izan zituen kanbio tasak, baina nahiko maila egonkorretan mantendu zen (El País, 2016).

2017 urtean, oro har euroa apreziatu bada ere, yenarekiko gora behera batzuk salbu, nahiko balio egonkorretan mantendu da eta hau herrialde honen ekonomiaren berreskurapenaren ondorioz izan da. Gainera, BoJeko gobernatzaileak dibisetan esku hartzeko nahia adierazi zuen (El economista, 2017b).

24. GRAFIKOA: INFILAZIO TASEN EBOLUZIOA (2013/04-2017/06)



Egilea: norberak egina. Iturria: Munduko Bankua (2017).



2013 urtean, inflazio presioak oso baxuak ziren, energiaren prezioen beherakadaren ondorioz (EBZ, 2013). Inflazio tasak euro zonan eta Britainian beherantz egin zuten. Estatu Batuetan gora beherak jasan bazituen ere, nahiko konstante mantendu zen eta Japonian izugarritzko gorakada izan zuten. Urte honetan beraz, lehiakortasuna Japoniak galdu zuen nabarmenki eta honek aurretik ikusitako euroaren apreziazioan eragin zuen. Izan ere, balio negatiboetatik % 1,62ra arte igo zen herrialde niponiarreko inflazio tasa eta euro zonan % 1,50etik % 0,85era jaitsi zen urtean zehar.

Estatu Batuen eta euro zonaren arteko inflazio tasen diferentzialak ere areagotu egin ziren urtean zehar lehenengoak lehiakortasuna galduz eta beraz euroaren apreziazioan eraginez. Ordea, Britainiak eta euro zonak antzeko lehiakortasun mailak mantendu zituzten, inflazio tasen diferentzialak ia ez baitziren aldatu; hain zuzen ere, bi herrialdeetan % 0,7 inguruan murriztu ziren inflazio tasak apiriletik abendura.

2014an lehengaien eta petrolioaren prezioek beherantz egin zuten eta maiatzetik aurrera inflazio tasak jaisten hasi ziren lau herrialdeetan. Apiriletik aurrerako Estatu Batuetako eta Japoniako inflazio tasen beherakada euro zonakoa baino askoz handiagoa izan zenez, herrialde hauek lehiakortasuna irabazi eta euroa depreziatzen lagundu zuten.

Euro zonak % 0,4ko inflazio tasa izan zuen urte honetan, oso baxua, eta honek merkatuek moneta politikarekiko zituzten espektatibak aldatzea eragin zuen, erabaki berriak esperoz eta euroaren balioa murrizten eragin zuten. Ingalaterrak ere lehiakortasuna irabazi zuen euro zonarekiko, inflazio tasen diferentzialen murrizketaren ondorioz, eta euroaren beherakadan eragin zuen faktore honek ere.

2015ean energiaren prezioen beherakadak, inflazio tasen murrizketa eta presioen beherako joera eragin zuten. Hala ere, euroak urte hasieran jasandako depreziazio handiak zona honen inflazioa tasak areagotzea eta inflazio presioak apur bat igotzea eragin zuen berriro ere inflazio positiboak lortzea eraginez. Britainia Handian eta Estatu Batuetan urte erdira arte nahiko egonkor mantendu ziren inflazio tasak % 0aren inguruan eta hemendik aurrera pixka bat igotzeari ekin zioten. Ordea, Japonian inflazio tasek beherantz egin zuten % 0 inguruko balioetara bueltatuz.

Beraz, batez ere maiatzera arte euroak lehiakortasuna galdu zuen inflazio tasen arteko diferentzialen murrizketaren ondorioz herrialde honen kontra. Honek, euroa epealdi honetan depreziatzean eragin zuen. Bestalde, urtearen gainerako zatian ez zen inflazio tasen arteko diferentzialen artean aldaketa handirik gertatu eta beraz ez zuten dibisen gain eragin handirik izan, gora beheraren bat baino ez.

2016an munduko inflazioan petrolioaren prezio baxuek eragiten jarraitu zuten (EBZ, 2016). Hala ere, argi nabarmendu daiteke urteak aurrera egin ahala herrialdeen inflazio tasek gorantz egin zutela eta balio positiboetara heldu zirela. Mundu mailan inflazioak gorantz jarraitu zuen, batez ere energiaren prezioen igoeraren ondorioz. Japoniak jasan zuen urteko inflazio tasa txikiena eta beste hiru zonak % 1,5 eta % 2 mailen ingurura iritsi ziren.

Hala ere, inflazio tasen eboluzioa nahiko antzekoa izan zen herrialde guztietan, batzuetan herrialde bateko inflazioa igoz lehenago eta gero beste batekoa. Beraz, inflazio tasen eboluzioek kanbio tasetan gora behera txikiak eragin zituzten urtean zehar eta ez urte osoko tendentzia jakin batean eragin.

2017an, Japoniako inflazioa % 0,3 inguruan mantendu zen. Beste hiru herrialdeak ere nahiko inflazio tasa egonkorra izan zuten % 2 inguruan. Beraz, diferentzialen aldaketa esanguratsurik ez zen egon eta kanbio tasetan ez zuten eragin handirik izan. Inflazioarekiko edukitako espektatibek eta hauen betetze mailek sortu zituzten gora behera leun batzuk.

Laburbilduz, 2013 urtean, euro zonan esperotakoa baino egoera hobea egoteak, aurreko etapan jasandako depreziazioari kontrajarri eta euroa apreziatzea eragin zuen dolarra eta yenarekiko. Moneta Britainiarrarekiko ordea, depreziatu egin zen, izan ere, interes tasen diferentzialen murrizketak gehiago eragin zuen kanbio tasan bi moneta zona hauen egoera makroekonomikoa antzekoa izan zelako.



2014 urtean, euro zonako hazkundera ez zen esperotako mailara iritsi, inflazio presioak ahulak izan ziren eta herrialdeak lehiakortasuna galdu zuen. Gainera, Britainia Handiko eta Estatu Batuetako hazkunde dinamika askoz handiagoa izan zen eta bi herrialde hauen monetekiko euroak nabarmenki galdu zuen balioa. Yenarekiko ordea, euroak faktore ezberdinek sortutako gora behera ezberdinak jasan zituen, baina ez tendentzia gogor bat; moneta honekiko urtean zehar ez zuen ia balio aldaketarik izan.

2015 urtean, euroarenganako konfiantza areagotu zen eta apiril inguruan dibisak dolarraren eta libraren aurrean zuen jaisteko tendentzia utzi eta nahiko egonkor mantendu zen urtearen gainerako zatian. Yenarekiko kanbio tasari dagokionez, oso urte irregularra izan zen, gora behera ugariak, hala ere, urte honetan euroa depreziatu egin zen moneta niponiarrarekiko. Batez ere, hegazkortasunaren igoerak eta yenak balioa galtzeari utziko ziolako BoJeko gobernatzailearen adierazpenek eragin zuten.

2016an, oso egoera ezberdina eman zen hiru kanbio tasetan oso faktore ezberdinen eraginaren ondorioz. Euro-dolarraren kanbio tasa nahiko egonkor mantendu zen, izan ere, interes tasen diferentziales euroaren depreziazioa eragin zuten eta Trumpek hauteskundeak irabazteak, aurkako efektua. Britainia Handia Europatik ateratzeko erreferendumaren planteamenduen ondorioz, urtearen erdialdetik aurrera libraren depreziazio gogorra hasi zen eta Brexita irten zenean, joera hau gogortu zen. Japonian, urtearen hasieran euroak jaisten jarraitu bazuen ere, amaieran yenaren depreziazioa gertatu zen BoJ bere monetaren balioa jaisteko nahia merkatuek ezagutu zutenean.

2017 urteko lehen seihilabetekoan, euroa nahiko egonkor mantendu da. Dolarrarekiko balio igoera ahul bat jasan zuen euroarenganako sentimendua hobetzeak eta Donald Trumpenganako kezkek eraginda. Euro-libra kanbio tasa 0,84 eta 0,88 balioen artean fluktuatzen aritu da gora behera batzuekin, baina nahiko egonkor. Yenarekiko ere euroak ez du ia balio aldaketarik jasan, hala ere, yena apur bat depreziatu da inflazio tasen ondorioz lehiakortasuna irabaztean eta aurretik aipatutako herrialdeko moneta agintzaileen dibisaren balioa jaisteko nahiaren ondorioz.

Hurrengo taulan etapa honetan zehar dibisen balio aldaketak eragin zituzten arrazoi nagusiak ageri dira.

4. TAULA: DIBISEN BALIO ALDAKETAK BERRESKURAPENEAN

Dibisak	Balio aldaketa	Faktoreak	Arrazoiak
Euroa	Depreziazioa	- Interes tasak - Politikoak - Ekonomikoak	*Erreferentziazko interes tasen murrizketaren ondoriozko diferentzialen murrizketa. *Greziako zorra negoziatzerakoan gatazken sorrera. * Euro zonako datu makroekonomikoak espero baino txarragoak izatea 2014-2015 urteen bitartean.
Dolarra	Apreziazioa	- Ekonomikoak - Interes tasak - Politikoak	*Datu makroekonomiko hobeak euro zonarekin alderatuz, 2014-2015 bitartean. *FEDak interes tasen igoerak burutu.
Libra	Depreziazioa	- Politikoak eta geopolitikoak	*2015era arte libra apreziatu egin zen euroarekiko datu makroekonomiko hobearen ondorioz. *Libraren balio igoera guztia ezabatu eta balio galera sortu zen Britainia Handiko erreferendumaren adierazpenarekin eta Brexitarekin.
Yena	Apreziazioa (ahula)	- Japoniako egoera hobetzea - Euroaren beherakada	*Euroaren balioa beste ibisekiko jaisteak, dibisa honekiko ere balioa galtzea eragin zuen *Japonian egoera ekonomikoa hobetzeak dibisaren balioa areagotzean eragin zuten *Hala ere, apreziatioa ahula izan zen, herrialdean hainbat arazo baitzeuden eta autoritateek dibisaren balioa ez igotzeko esfortzuak egiten zituzten.

Egilea: norberak egina.



Berreskurapen etapa honetan euroa oro har depreziatu egin zen dolarrarekiko % 12,52 eta yenarekiko % 1,22 eta bestalde, librarekiko % 4,31 apreziatu zen. Azken bi kanbio tasen aldaketak ez ziren hain nabarmenak izan, librak etaparen hasieratik erreferendumaren adierazpenera arte izan zuen indarrarengatik eta Japoniako moneta politikaren arduradunek yenaren balioa jaisteko burututako egintzengatik. Gainera, dolarraren apreziazioa gelditu egin zuen Trumpen aukeraketak eta honek eragindako ziurgabetasunak eta hortaz, euroak jasandako depreziazioa murriztu zuen. Ondorioz, etapa honetan euroa depreziatu bazen ere ez zuen balio galtze oso handirik izan.

6. ONDORIOAK

Krisia banatutako lau etapen azterketa burutzerakoan eta hauetako bakoitzean hiru kanbio tasak aztertzerakoan, dibisen balio aldaketak etapa bakoitzean ezaugarri desberdinen ondorioa izan direla ikusi ahal izan dut. Hain zuzen, moneta politiken arduradunek krisiak herrialdean izan zuen eraginaren arabera erantzuten zuten. Adibidez, lehenengo etapan FEDak burutu zituen moneta politika gogorrenak eta hurrengo etapetan jarraitu zuten ildo hau beste hiru banku zentralek.

Testuinguru honek sortutako merkatuetako ziurgabetasuna izan zen kanbio tasetan eragin latzena izan zuen faktoreetako bat. Izan ere, dibisen balio aldaketen analisisian ikusi dudanez, inbertitzaileek ez zekiten nora jo eta edozein erabaki edo daturen aurrean bilurraren ondorioz masiboki erantzuten zuten. Adibidez, lehenengo etapan FEDak moneta politika izugarri erlaxatu zuenean, dolarra minimo historikoetara jaitsi zen.

Gainera, krisi egoerak datu makroekonomikoen kanbio tasekiko eragina areagotzea eragin zuen. Izan ere, egoera hobea erakusten zuen herrialdea ziurragotzat hartzen zuten operatzaileek eta moneta horrekiko sentimendua hobetzen zen honen balioa igoz. Honako hau antzeman daiteke krisiaren hirugarren etapan euro-dolarraren kanbio tasan. Hain zuzen ere, euro zonan sortutako krisien eta datu makroekonomikoen narriaduraren ondorioz, euroak izugarritzko depreziazioa jasan zuen eta ordea, Britainia Handiarekiko ez zuen honako joera hau izan, bi herrialdeak European baitaude.

Bestalde, kanbio tasen balio aldaketen azterketan, krisi egoerarekin zerikusirik ez duten bestelako faktore batzuek ere bortizki eragin dutela dibisetan ikusi ahal izan dut. Honako faktore hauek batez ere politiko edo geopolitikoak izan dira. Hain zuzen ere, lehenengo etaparen bukaeran Lisboako Itunaren erreferendumean ezezko emaitzarekin Europako batasunaren gaineko ziurgabetasuna sortu zen bertako dibisen balioak murriztuz. Laugarren etapan, Brexitaren baieztakoa libarren balio murrizte handia eragin zuen herrialde batasunetik irteteen galduko zituen pribilegioen eta babesaren ondorioz eta bestalde, Trumpen Estatu Batuetako elezioak irabazi zituenean merkatuen herrialdearekiko izua eta ziurgabetasuna sortu zen dolarraren balioa jaistea eraginez.

Gainera, hondamendi naturalak bezalako faktoreek ere eragin gogorra izaten dute herrialde horietako dibisaren balioa murriztuz eta herrialdearekiko sentimenduan eraginez. Hain zuzen ere, hirugarren etapan zehar Japonian izandako hondamendi natural handiena aztertzean ikusi dut hau eta honek ekonomiako beste aldagai batzuk kaltetu zituen. Hala ere, aurretik aipatutako krisi egoera eta bestelako faktore bereziak ez dira ohikoak izaten, noizean behin gertatzen dira eta kasu horietan eragin bortitzak sortzen dituzte dibisen balioetan, herrialde horren ekonomia orokorrean eraginez.

Dibisen balioetan eragiten duten faktore ohikoenak moneta politikak eta hauekiko espektatibak izaten direla ikusi ahal izan dut analisisian zehar. Izan ere, banku zentralek urtero batzar batzuk egiten dituzte honako politiken ildoak erabakitze eta merkatuak hauekiko oso adi egoten dira. Gainera, interes tasen eta inflazio tasen diferentzialen aldaketak ezagutzean, zuzenean eragiten dute kanbio tasetan eta beraz, dibisen balioetan..



Beraz, kanbio tasen azterketa honetan moneta politiken eragina esperotakoa izan zela ikusi ahal izan dut. Adibidez, bigarren etapan Britainia Handiak euro zonak baino interes tasen murrizketa handiagoak burutzean, diferentzialen hazkundearen ondorioz, libra depreziatu egin zen. Gainera, laugarren etaparen hasieran, Japoniak beste herrialdeek ez bezala goranzko inflazioa izan zuenean, lehiakortasuna galdu eta yena depreziatu zela ikusi ahal izan dut. Hala ere, kasu batzuetan aurreko faktoreek honako politika hauen joera oztopatu eta kontrajarri ere egin zutela baieztatu ahal izan dut honako faktore hauen berezitasunagatik.

Halaber, ikusi dudanez, krisitik ateratzeko eta ekonomia berpizteko banku zentralek moneta politika hedatzaileak aplikatu zituzten eta herrialdeko monetaren balioa jaisten ahalegindu ziren. Izan ere, dibisen balioaren bilakaera oso faktore garrantzitsua da, dibisak nazioarteko merkataritzaren eta munduko inbertsioaren muina baitira eta lehenengo honek BPGan eragiten baitu. Hau da, hainbat ekonomiatan atzerriko merkataritza BPGaren zati handi bat izaten da, eta dibisaren balio aldaketak herrialdearen ekonomian eragiten dute. Honek, dibisaren balioa igotzerakoan herrialdeko produktu eta zerbitzuen garestitzean edo lehiakortasuna galtzean eragiten du eta beraz kalte handiak sortu.

Hortaz, krisi garaian banku zentralek beraien dibisaren balioa ez igotzeko ahalegina egin zutela ikusi dut kanbio tasen balio aldaketen analisisian zehar eta honen ondorioz dibisen gerra sortzeko bilurra egon zela ikusi ahal izan dut batez ere hirugarren etapan. Dibisen balioa baxu mantentzeko ahalegin hau hainbat herrialdek burutu zuten ekonomia berpizteko saiakeran. Izan ere, krisi egoera honetatik atera ahal izateko eta eskariaren maila baxuen ondorioz, esportazioek garrantzia hartu zuten eta kanpoko eskaria bereganatzen saiatu ziren herrialdeak. Beraz, merkatu honen bidez burututako nazioarteko transakzioek nazio baten industria sektorearen garapena baldintzatzen dute eta honek berebiziko garrantzia izan du krisi garaian langabezia tasetan, herrialdeko jarduera ekonomikoan eta esportazio eta inportazioen bilakaeran.

Ondorioztatu dezaket lan honen balioa, kanbio tasen bilakaerak duen garrantzi handia ulertzea izan dela herrialdeetako ekonomietan duten eragin handiagatik. Hauen gaineko kontrola ezinbestekoa da herrialdearen ongizatea bermatu ahal izateko eta beraz, banku zentralek moneta politikak hartzerakoan kontuan izaten dituzte balio aldaketa handiegiak ez sortzeko. Hauez gain, herrialdeetako gobernuek ere dibisen balio aldaketak oso hurbiletik jarraitzen dituzte eta ekonomiarentzat balio egokiak ez direla uste badute, herrialdeko edo moneta zonako autoritateei esku hartzeko eskatzen diete.



7. BIBLIOGRAFIA

LIBURUAK:

- Europako Banku Zentrala. (2011). *La política monetaria del EBZ* (hirugarren edizioa).
- González, S.(2000). *El sistema monetario y el mercado de divisas*. Pirámide
- Guillén, A. (2015). *La crisis global en su laberinto*. México: Biblioteca Nueva, Universidad Autónoma Metropolitana.
- Mascareñas, J. (2001). *Divisas y tipos de cambio*. Gaceta Financiera
- Moral, C. (1995):" La política monetaria", "Aspectos relevantes de la política monetaria"-ko 4.kapitulua, G.I.S Economía
- Soldevilla, E. (1995). Metodología de investigación de la Economía de la Empresa. *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 1(1), 13-63.

TXOSTENAK:

- Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS). (2013ko abuztua). *INDICADOR DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR*. Estudio nº 2.996. Eskuragarri: http://datos.cis.es/pdf/Es2996mar_A.pdf. Azken kontsulta 2017ko ekainaren 18an.
- Espainiako Bankua. (2012). *Informe anual 2012*. 9-99 orriak. Eskuragarri: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/12/Fich/nf2012.pdf>. Azken kontsulta 2017ko ekainaren 10ean.
- Europako Banku Zentrala. (2007). *Annual Report 2007*. 9-104 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2007en.pdf?f37181b014afd60b406bd25921c6c48a>. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 18an.
- Europako Banku Zentrala. (2008). *Informe anual 2008*. 11-129 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008es.pdf?ce875d44ad24808875ae382cc73fddc5>. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 20an.
- Europako Banku Zentrala. (2009). *Informe anual 2009*. 11-121 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009es.pdf?9360a0f1224f14d2952e0ea78bb74d4e>. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 23an.
- Europako Banku Zentrala. (2010). *Annual Report 2010*. 9-101 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf?324f7d8ad4ab8ba9f466701faf8cab52>. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 26an.
- Europako Banku Zentrala. (2011). *Annual Report 2011*. 7-88 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf>. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 29an.
- Europako Banku Zentrala. (2012). *Informe anual 2012*. 9-99 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012es.pdf?b447e999022ebfff1a993a27d1598ff4>. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 31an.
- Europako Banku Zentrala. (2013). *Annual Report 2013*. 7-95 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013en.pdf>. Azken kontsulta 2017ko ekainaren 3an.
- Europako Banku Zentrala. (2014). *Informe anual 2014*. 10-72 orriak. Eskuragarri: http://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/BilletesYMonedas/ficheros/Informe_anual_BCE_2014.pdf. Azken kontsulta 2017ko ekainaren 6an.
- Europako Banku Zentrala. (2015). *Annual Report 2015*. 4-56 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015en.pdf>. Azken kontsulta 2017ko ekainaren 8an.
- Europako Banku Zentrala. (2016). *Annual Report 2016*. 4-58 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016en.pdf?f7090bb266c06d6c8857f41220370bfb>. Azken kontsulta 2017ko ekainaren 10ean.
- Europako Banku Zentrala. (2017ko maiatzaren 11a). *EBC Economic Bulletin, Issue 3/2017*. 2-21 orriak. Eskuragarri: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201703.en.pdf>. Azken kontsulta 2017ko ekainaren 15ean.



Grupo Banco Poupular. (2008). *Informe anual 2008*. 17-19 orriak. Eskuragarri: http://www.grupobancopopular.com/ES/AccionistasInversores/Documents/Informes_anuales/2008/MEMORIA_2008_ESP.pdf Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 27an.

Nazioarteko Diru Funtsa. (2007ko apirila). *Perspectivas de la economía mundial*. Washington. 1-51 orriak. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 19an.

Nazioarteko Diru Funtsa. (2008). *Annual Report 2008*. 4-27 orriak. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 21ean.

Nazioarteko Diru Funtsa. (2009). *Informe Anual 2009*. 4-45 orriak. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 26an.

Nazioarteko Diru Funtsa. (2011). *Informe Anual 2011*. 4-14 orriak. Azken kontsulta 2017ko maiatzaren 26an.

Nazioarteko Diru Funtsa. (2014). *Informe anual 2014*. 4-16 orriak. Azken kontsulta 2017ko ekainaren 6an.

ARTIKULUAK:

Álvarez, J. A. (2008ko azaroa). *La Banca Española ante la actual crisis financiera*. España: Banco de España, Estabilidad financiera número 15. 21-39 orriak.

Krugman, P. (2009). *El retorno de la economía de La depresión y la crisis actual*. Barcelona: Crítica, 176-180.

PRENTSA EKONOMIKOA (azken sarrera 2017ko ekainaren 15ean):

Andrews, E. eta Calmes, J. (2008ko abenduaren 17a). *Fed Cuts Key Rate to a Record Low*. The New York Times (b). Eskuragarri: <http://www.nytimes.com/2008/12/17/business/economy/17fed.html>

Bankinter. (2015eko abuztuaren 31a). Análisis semanal de divisas: previsión semanal de euro contra dólar, yen, libra y franco suizo. Eskuragarri: <https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2015/8/31/previsiones-divisas-eurodolar-eurolibra-eurosuizo-euroyen>

El economista. (2008ko apirilaren 30a). *La Fed baja los tipos al 2%: podría tomarse una pausa antes de efectuar más recortes*. Eskuragarri: <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/511479/04/08/La-Fed-baja-los-tipos-al-2-podria-tomarse-una-pausa-antes-de-efectuar-mas-recortes.html>

El economista. (2011ko otsailaren 16a). *Divisas: Revés para la libra tras el dato de desempleo, 16 febrero*. Eskuragarri: <http://www.eleconomista.es/divisas/noticias/2830707/02/11/Divisas-Reves-para-la-libra-tras-el-dato-de-desempleo-16-febrero.html>

El economista. (2013ko otsailaren 11a). *La libra se enfrenta a una dolorosa caída*. Eskuragarri: <http://www.eleconomista.es/opinion-blogs/noticias/4592228/02/13/La-libra-se-enfrenta-a-una-dolorosa-calda-.html>

El economista. (2014ko ekainaren 13a). *El Banco de Inglaterra amaga con subir tipos "antes de lo esperado" y dispara la cotización de la libra*. Eskuragarri: <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/5860140/06/14/Economia-El-Banco-de-Inglaterra-amaga-con-subir-tipos-antes-de-lo-esperado-y-dispara-la-cotizacion-de-la-libra.html>

El economista (a). (2017ko maiatzaren 23a). *El ciclón de acontecimientos que ha disparado al euro un 7% frente al dólar*. Eskuragarri: <http://www.eleconomista.es/divisas/noticias/8377710/05/17/El-ciclón-de-acontecimientos-que-ha-disparado-al-euro-un-7-frente-al-dolar-.html>

El mundo (a). (2008ko urtarrilaren 1a). *La Reserva Federal vuelve a rebajar los tipos para enfrentar la desaceleración de EEUU*. Eskuragarri: <http://www.elmundo.es/mundodinero/2008/01/30/economia/1201686905.html?a=68cfe8ae1e6eef83a90230b96eca572e&t=1201724358>

El mundo (b). (2008ko abenduaren 17a). *La libra cae a su nivel más bajo de la historia frente al euro*. Eskuragarri: <http://www.elmundo.es/mundodinero/2008/12/17/economia/1229510968.html>

El País (a). (2008ko apirilaren 10a). *El BCE mantiene los tipos en el 4% ante un "periodo más largo de inflación" de lo esperado*. Eskuragarri: http://economia.elpais.com/economia/2008/04/10/actualidad/1207812774_850215.html

El País (c). (2008ko ekainaren 13a). *El euro baja tras conocerse el 'no' de Irlanda al Tratado de Lisboa*. Eskuragarri: http://economia.elpais.com/economia/2008/06/13/actualidad/1213342386_850215.html

El País (b). (2008ko uztailaren 3a). *El EBZ eleva los tipos de interés al 4,25% y sugiere que no habrá más subidas*. Eskuragarri: http://economia.elpais.com/economia/2008/07/03/actualidad/1215070374_850215.html



El País (a). (2011ko azaroaren 30a). *Los bancos centrales toman de nuevo medidas para inyectar liquidez en los mercados*. Madrid. Eskuragarri:

http://economia.elpais.com/economia/2011/11/30/actualidad/1322641985_850215.html

El País (a). (2012ko ekainaren 15a). *El EBZ garantiza toda la liquidez necesaria ante las elecciones griegas*.

Eskuragarri: http://economia.elpais.com/economia/2012/06/15/actualidad/1339749651_067114.amp.html

El País (b). (2013ko urtarrilaren 22a). *El Banco de Japón vira hacia una política de estímulos agresiva de la mano de Abe*. Eskuragarri:

http://economia.elpais.com/economia/2013/01/22/agencias/1358830369_412935.html

Europapress. (2008ko apirilaren 9a). *El Banco de Japón mantiene los tipos en el 0,5%, estrena Gobernador y recorta previsiones*. Eskuragarri:

<http://www.europapress.es/economia/macroeconomia-00338/noticia-economia-macro-banco-japon-mantiene-tipos-05-estrena-gobernador-recorta-previsiones-20080409101407.html>

Financial Times. (2007ko abenduaren 23a). Trichet to focus on eurozone inflation.

García, J. (2017ko maiatzaren 20a). *El euro es la divisa más fuerte en 2017, salvo frente al peso mexicano y al rublo*. El economista (b). Eskuragarri:

<http://www.eleconomista.es/divisas/noticias/8371928/05/17/Es-la-divisa-mas-fuerte-en-2017-salvo-frente-al-peso-mexicano-y-al-rublo-.html>

Gómez, J. (2013ko otsailaren 7a). *Draghi vigilará el efecto de la fortaleza del euro en la recuperación*. El País

(a). Eskuragarri: http://economia.elpais.com/economia/2013/02/07/actualidad/1360240979_581666.html

Kennedy, S. (2012ko uztailaren 5a). *¿Un mundo de tipos de interés al 0%?*. El País (c). Eskuragarri:

http://economia.elpais.com/economia/2012/07/05/actualidad/1341477823_685158.html

L. Andrews, E. (16 de marzo de 2008). *Fed Chief Shifts Path, Inventing Policy in Crisis*. The New York Times (a), Washington. Eskuragarri:

<http://www.nytimes.com/2008/03/16/business/16bernanke.html>

Mars, A. (2012ko uztailaren 22a). *La crisis del euro llega al euro*. El País (b). Madrid. Eskuragarri:

http://economia.elpais.com/economia/2012/07/21/actualidad/1342890240_846274.html

Navas, J. A. (2013ko otsailaren 16a). *La 'guerra de divisas', un riesgo para la recuperación europea*. El mundo, Madrid. Eskuragarri:

<http://www.elmundo.es/elmundo/2013/02/15/economia/1360954115.html>

Pérez, C. (2011ko azaroaren 3a). *Draghi se estrena en el EBZ con una bajada de tipos por sorpresa, del 1,5% al 1,25%*. El País (b), Madrid. Eskuragarri:

http://economia.elpais.com/economia/2011/11/03/actualidad/1320309186_850215.html

Pérez, C. (2014ko azaroaren 7a). *Draghi explora los límites del EBZ con la promesa de nuevos estímulos*. El País, Bruselas. Eskuragarri:

http://economia.elpais.com/economia/2014/11/06/actualidad/1415304609_375383.html

Reuters España. (2008ko urriaren 29a). *La Fed baja los tipos de interés de EEUU al 1%*. Eskuragarri:

<http://es.reuters.com/article/businessNews/idESMAE49S0YF20081029>

Vidal, M. (2016ko otsailaren 11a). *El Banco Central de Japón deja los tipos de interés en terreno negativo*. El País. Eskuragarri:

http://economia.elpais.com/economia/2016/01/29/actualidad/1454050014_244195.html

DATUAK:

Munduko Bankua. (2017). *Inflación, precios al consumidor (% anual)*. Azken sarrera 2017ko ekainaren 10a.

Eskuragarri: <http://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG>

Historico de cotizaciones. Azken sarrera 2017ko ekainaren 15ean. Eskuragarri:

<http://www.infomercados.com/cotizaciones/historico/index.aspx>

Expansión / Datosmacro. Tipos de Intereses de los Bancos Centrales. Azken sarrera 2017ko ekainaren 15ean.

Eskuragarri: <http://www.datosmacro.com/tipo-interes>

PRENTSA KOMUNIKATUA ETA INKESTA:

Nazioarteko Ordainketa Bankua. (2016ko iraila). *Comunicado de prensa*

Triennial Central Bank Survey. (2016ko apirila). *Foreign exchange turnover in April 2016*. Monetary and Economic Department.