



FACULTAD DE DERECHO

**POLITICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL
EUROPEO Y SU IMPACTO EN LA ECONOMIA
ESPAÑOLA**

Autor: Ana Rueda Legorburo
Director: Alberto Colino Fernández

Madrid
Febrero, 2018

Ana
Rueda
Legorburo

**POLITICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO Y SU IMPACTO EN LA ECONOMIA
ESPAÑOLA**



RESUMEN:

En el período reciente la eurozona se vio asolada por dos recesiones que provocaron que el BCE implementara medidas de política monetaria no convencionales para recuperar la estabilidad económica, financiera y de precios de la zona euro. Dada la novedad de estas medidas, su estudio es muy relevante. El objetivo de este trabajo es realizar un análisis pormenorizado de las mismas y de su impacto en la economía española. Para ello, se procede a realizar una revisión de literatura para elaborar un marco teórico donde se analicen los objetivos del BCE, las medidas de política monetaria que se emplearon y los principales canales de transmisión. A continuación, se procede a realizar una síntesis holística que recoja los efectos que tuvieron estas medidas en la salida de España de la crisis inmobiliaria, financiera y de deuda soberana. Para ello, se analiza qué impacto tuvieron las medidas del BCE en la evolución del crédito a hogares, sociedades no financieras y entidades de crédito, analizando el mercado interbancario y el mercado minorista de concesión de crédito. Para finalizar, se estudiarán los efectos que tuvieron las medidas del BCE sobre la inflación, indicador que mide la estabilidad de precios, que es el objetivo primordial del BCE.

Palabras clave: política monetaria BCE; medidas no convencionales; efectos en la economía española; crisis inmobiliaria; crisis financiera; crisis de deuda soberana; inflación.

ABSTRACT:

During the last decade, the eurozone has been involved in two important recessions that forced the ECB to implement unconventional monetary policies in order to recover monetary, financial and price stability in the whole economic area of the Eurosystem. Given the newness of these measures, their analysis is very relevant. The aim of this project is to study in depth these measures and their impact on the spanish economy. For that purpose, relevant articles and projects were checked. With that information, a theoretical framework was built. It reports the objectives of the ECB (price stability), the main monetary policies implemented and the most relevant transmission channels. Next, a complete overview of the effects that had these measures on Spain's recovery after the real state, financial and sovereign debt crisis is offered. In order to properly build that overview, this project studies the impact of these monetary measures on the evolution of the financing given to domestic economies, non-financial companies and banks. The procedure used has been the analysis of monetary and retail credit markets. To conclude, the effects of the monetary policies on inflation will be studied as well.

Key words: ECB monetary policy; unconventional monetary policy; effects on spanish economy; real estate crisis; financial crisis; sovereign debt crisis; inflation.

INDICE

1. <u>INTRODUCCIÓN</u>	5
2. <u>MARCO TEÓRICO. ANÁLISIS DEL ESTADO DE LA CUESTIÓN</u>	9
2.1. <u>Objetivos del BCE</u>	9
2.2. <u>Instrumentos de política monetaria</u>	11
2.2.1. Instrumentos convencionales:	12
2.2.2. Instrumentos no convencionales	15
2.3. <u>Canales de transmisión de la política monetaria</u>	20
2.3.1. El canal de los tipos de interés	21
2.3.2. El canal de precios de los activos.....	22
2.3.3. Los canales crediticios	23
2.3.4. El canal del tipo de cambio	23
2.3.5. El canal de las expectativas.....	23
3. <u>EFFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA LLEVADA A CABO EN EL PERÍODO RECIENTE EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</u>	24
3.1. <u>Efectos sobre el crédito</u>	24
3.1.1. Los años de expansión económica: política monetaria expansiva como detonante de la crisis	24
3.1.2. Fase de recesión	27
3.1.3. El recrudecimiento de la crisis	33
3.1.4. Etapa de recuperación de la economía española	38
3.2. <u>Efectos sobre el objetivo de estabilidad de precios</u>	41
4. <u>CONCLUSIONES</u>	46
Referencias:.....	49

INDICE DE TABLAS

TABLA 1: CANALES DE TRASMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA:	21
--	----

INDICE DE GRAFICOS

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DEL PIB Y LA INFLACIÓN EN ESPAÑA Y LA UEM EN LA ETAPA PREVIA A LA CRISIS	25
GRÁFICO 2: DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO POR FINALIDAD (en porcentaje).....	26
GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN VISADOS MENSUALES DE VIVIENDAS VS TIPO MEDIO DE REFERENCIA DEL BCE	27
GRAFICO 4: CRECIMIENTO ACUMULADO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE, POR FINALIDAD.....	29
GRÁFICO 5: DIFERENCIALES SOBERANOS A 10 AÑOS CON ALEMANIA	31
GRÁFICO 6: SALDO ADMINISTRACIONES PÚBLICAS POR SECTORES SOBRE PIB .	32
GRÁFICO 7: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA.....	34
GRÁFICO 8: RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS	35
GRÁFICO 9: APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB	39
GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARO Y RATIO DE TEMPORALIDAD ...	40
GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DEL PIB EN EL PERÍODO RECIENTE	42

1. INTRODUCCIÓN

El propósito general de esta investigación es realizar una revisión de la literatura existente acerca de las medidas de política monetaria que ha tomado el Banco Central Europeo (BCE en adelante) durante las crisis de 2008 y 2011 para proceder a su síntesis y análisis pormenorizados y evaluar su impacto en la economía española. Estas medidas nunca habían sido aplicadas en la eurozona, de ahí que su estudio sea relevante para la ciencia económica.

La crisis financiera del año 2008 puso de manifiesto que los instrumentos convencionales de política monetaria dejaron de ser efectivos frente a las recesiones económicas recientes que sufre la eurozona. La falta de confianza de los inversores hizo que el BCE se viera obligado a utilizar medidas de política monetaria “no convencionales” que jamás habían sido utilizadas en la eurozona. Esto, lógicamente, ha sido objeto de estudio en la comunidad científica por el gran interés que ha suscitado.

De la revisión de literatura se extrae la conclusión de que, si bien, sí que hay documentos que recojan el marco conceptual referente a las medidas convencionales y no convencionales que se llevan aplicando desde el año 2008, no hay ningún documento que analice de manera global y pormenorizada los efectos que tuvieron dichas medidas en la economía española. Es decir, al no haber una síntesis holística y detallada de las medidas de política monetaria “convencionales” y “no convencionales” y sus efectos en la economía española, la intención de este trabajo es cubrir ese *gap* de investigación.

Este trabajo encuentra su razón de ser en la gran y obvia importancia que tiene el Banco Central Europeo en las decisiones de inversión y financiación de los agentes económicos. Es ampliamente conocido que los inversores, los bancos nacionales y, en general, todos los participantes en los mercados financieros tienden a mirar a la UEM, y, más concretamente, a la política monetaria del BCE para tomar decisiones. El llamado mecanismo de transmisión del crédito hace que las decisiones que se tomen en Europa respecto a política monetaria afecten a las economías domésticas, pues la economía real y la economía financiera son las dos caras de una misma moneda. Así pues, como si de los eslabones de una misma cadena se tratara, nos encontramos al Banco Central en un extremo y a los particulares en el otro. De ahí, que sea de vital importancia realizar una investigación científica acerca de la política monetaria del BCE y de sus efectos en la economía española.

Los objetivos de esta investigación son:

- Sintetizar las medidas de política monetaria no convencionales que fueron aplicadas por el BCE durante las crisis de 2008 y 2011
- Analizar pormenorizadamente los efectos de esas medidas no convencionales

Para alcanzar estos fines se ha procedido a estudiar separadamente cada objetivo. Así, en primer lugar, se ha realizado un análisis de los documentos científicos más relevantes (manuales, artículos académicos y *working papers*) para definir:

- Objetivos del BCE: mantener la estabilidad de precios (con una tasa de inflación en torno al 2%).
- Medidas de política monetaria
 - Convencionales:
 - Mantenimiento de reservas mínimas, que pasaron de encontrarse en el 2% a situarse en el 1%, para favorecer el crédito
 - Operaciones de mercado abierto, que buscan, como indica la página web del BE¹ “controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y orientar la política monetaria”.
 - Facilidades permanentes, que tienen como objetivo “proporcionar y absorber liquidez en un día, señalar la orientación de la política monetaria y controlar los tipos de interés del mercado monetario a un día” (BCE 1998, p.5). Existen de dos tipos:
 - De crédito
 - De depósito
 - No convencionales
 - Modificación sustancial de las medidas de política monetaria. Por ejemplo, el BCE modificaba los tipos de interés de las operaciones de mercado abierto para incidir en la economía. Además, se ampliaron los plazos de vencimiento de las mismas.
 - BCE como prestamista de última instancia para suplir al mercado interbancario.
- Canales de transmisión de la política monetaria:
 - Canal de expectativas. La confianza de los inversores en la solidez de los mercados durante las crisis de 2008 y 2011 era nula. Esto provocó que éstos se paralizaran, inutilizando los canales de financiación, componente fundamental del PIB.
 - Canal de precios de los activos. Al estar los mercados detenidos, se produjo una pérdida masiva de valor de las carteras de inversión. Es decir, las cotizaciones de los activos financieros de renta variable cayeron, disminuyendo el valor de las empresas en los mercados bursátiles.
 - Canal de crédito. En 2011, Esteve y Prats analizaron cómo el mercado interbancario se paralizó. De hecho, estos autores señalan a este canal como el principal obstructor de la transmisión de la política monetaria al sistema. Mantienen que, debido a la falta de confianza en los mercados, las entidades de crédito eran reticentes a realizar préstamos interbancarios. Así pues, dedicaban sus esfuerzos a acumular liquidez en vez de hacerla circular (objetivo pretendido por el BCE).
 - Canal del tipo de cambio, que influye en la economía a través del precio de los bienes importados
 - Canal de tipo de interés. Este canal tiene un triple efecto:
 - En el consumo privado

¹ Consultada el 29 de enero de 2018:

https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html

- En la inversión empresarial
- En la renta nacional, a través de la posición neta del país.

Posteriormente, se ha realizado una labor de estudio de los efectos que tuvo la política monetaria del BCE en la economía española. Para ello, se han analizado los informes anuales del Banco de España (BE en adelante) desde el año 2008 hasta el 2016, junto con otros documentos de trabajo del BE. Además, se han empleado series históricas del BCE y del BE, las cuales ofrecen datos de diciembre de 2017.

A esta labor de estudio le ha seguido un trabajo de síntesis y evaluación de las medidas aplicadas y sus efectos sobre:

- El crédito. Esta variable es fundamental, pues conecta la economía real y la economía financiera, alimentando ambas. A fin de conseguir mayor rigor, se ha diseccionado el estudio de esta variable en diferentes períodos:

- Los años de expansión económica, caracterizados por el empleo por parte del BCE de una política monetaria innecesariamente expansiva, la cual creó en nuestro país unos desequilibrios tan profundos de los que ha sido muy difícil recuperarse.

- La fase de recesión, cuyo estudio se centra en las dos recesiones que asolaron España: la crisis del mercado inmobiliario (2008) y la crisis de deuda soberana (2011). Ambas recesiones se caracterizaron por la presencia de una profunda crisis de confianza en los mercados interbancarios (en el caso de la crisis de 2008) y en la solvencia del estado español (en la crisis de 2011). Las medidas de política monetaria no convencional que se aplican en ese momento mejoraron ligeramente la situación durante un breve período de tiempo, pero no solucionaron la falta de confianza de los inversores. Por ello, se llegó a una nueva fase de recrudecimiento de la crisis, en la que se aplicaron nuevas medidas aún más estimulantes que las anteriores, entre las que destacan la compra masiva de bonos de corporaciones públicas y privadas llevada a cabo por el BCE a través de diversos programas.

- Fase de recuperación, la cual se caracteriza por tratar de mantener la fluidez del crédito y elevar la inflación de la UEM para que se mantenga de manera consistente en el objetivo marcado por el BCE.

- La inflación, objetivo del BCE, por su capacidad de resumen de la marcha de la economía.

El valor añadido que puede proporcionar este análisis sintetizado es su utilización por los investigadores de este campo, ya que puede suponer una recopilación de datos acerca de qué hizo la Unión Económica Monetaria (UEM en adelante) en su época de peor crisis y qué efectos tuvo.

Por otra parte, para los responsables de la toma de decisiones de política monetaria, puede servir como referencia histórica para problemas financieros y económicos futuros, dado que dispondrán de un análisis pormenorizado de qué decisiones fueron apropiadas y cuáles erróneas.

Para concluir, es necesario apuntar que este trabajo puede ser la base de futuras investigaciones:

- Una posible línea de investigación podría consistir en realizar un análisis predictivo del rumbo que la política monetaria puede tomar en el corto-medio plazo (desde el año 2018 hasta el 2020) y analizar el impacto en el estado miembro de la UE del que se desee investigar. Para ello, se podrían elaborar distintos escenarios económicos y hacer una propuesta de las medidas que se implementarían en cada caso.
- Posteriormente, una vez implementadas las medidas propuestas, se podría hacer un seguimiento de éstas, comparando lo estimado y los resultados reales, procediéndose a una reevaluación de las medidas sintetizadas en este trabajo y sus efectos.

2. MARCO TEÓRICO. ANÁLISIS DEL ESTADO DE LA CUESTIÓN

2.1. Objetivos del BCE

Antes de analizar los objetivos del BCE, es necesario señalar, tal y como se hace en la página web del BCE², que, desde el 1 de enero del 1999, esta institución (fundada el 1 de junio de 1998 y con sede en Frankfurt) ha sido la encargada de diseñar e implementar la política monetaria de la zona euro. El marco normativo donde se encuadra la instrumentalización de la política monetaria es el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE en adelante) y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. El TFUE regula las competencias y funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC en adelante) y del Eurosistema³.

Dicho esto, acudimos al artículo 127 del TFUE, cuyo apartado primero reza: “El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, (...) será mantener la estabilidad de precios”. Es necesario añadir que el desenvolvimiento de este objetivo primordial ha de estar siempre en línea con las políticas generales de la Unión.

Para delimitar de una manera más precisa este objetivo primordial, el Consejo de Gobierno del BCE en 1998 define cuantitativamente qué se entiende por estabilidad de precios: “un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) de la zona euro menor al 2%”. Este objetivo está definido a medio plazo (Manzano y Valero, 2015) debido a la característica volatilidad de los precios en el corto plazo (los cuales pueden verse afectados por perturbaciones no controlables por la política monetaria) y a la existencia de decalajes temporales que retrasan el impacto de la política monetaria.

El hecho de que el objetivo primordial del SEBC sea la estabilidad de precios no carece de importancia. Encuentra su explicación en el hecho de que este indicador, a medio y largo plazo, es un fenómeno monetario⁴, reflejo fiel de la actividad económica. Es decir, cuando la actividad crece desmedidamente, los precios aumentan con la misma intensidad, pudiéndose generar inflación y viceversa. Por ello, el seguimiento de la inflación supone una fuente de información útil acerca de la actividad económica.

² Consultada el 5 de octubre de 2017 en:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.es.html> y
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.es.html>

³ El SEBC es el conjunto de bancos centrales nacionales de los estados miembros de la Unión Europea independientemente de que hayan adoptado el euro o no y que tienen como núcleo al BCE. El Eurosistema, por el contrario, está formado por aquellos bancos centrales nacionales que hayan adoptado el euro como moneda y tengan como núcleo al BCE.

⁴ Consultada el 19 de enero de 2018 en:
https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/politica/Como_actua_la_po/Como_actua_la_1e660642a_bac821.html

El análisis realizado por el BCE con intención de valorar los riesgos que amenazan la estabilidad de los precios se vertebra en dos pilares fundamentales⁵, que son las dos caras de una misma moneda:

A) Análisis económico

Esta perspectiva trata de determinar qué variables económicas y financieras tienen un efecto a corto/medio plazo en los precios, a través del impacto en la oferta y demanda agregada. Busca respuestas en los mercados de bienes, servicios y factores. Estudia la evolución de la renta nacional, la evolución de los mercados financieros, la situación del mercado de trabajo, así como la evolución del tipo de cambio.

B) Análisis monetario

Enmarcado en un horizonte temporal más amplio, este análisis se centra en la correlación existente a largo plazo entre el valor del dinero y los precios, pues la inflación, en un dilatado espacio de tiempo, es un fenómeno monetario. Así pues, basándose en la teoría cuantitativa del dinero (Manzano y Valero, 2015), se llega a la conclusión de que los precios presentan una correlación positiva a largo plazo con la oferta monetaria. Esta teoría defiende que el valor total de las operaciones que se realizan en una economía y que tienen efectos reales sobre el aumento o disminución de la renta nacional ha de ser equivalente a la cantidad de dinero que tenga esa economía, multiplicado por la velocidad a la que éste se transmite⁶.

De esto se infiere que, si la oferta monetaria crece en línea con la economía real, los precios se mantendrán estables. Sin embargo, habrá inestabilidad cuando el agregado monetario (el agregado monetario a estudiar será M3, al ser el menos volátil y al incluir gran cantidad de activos dentro de sí⁷) crezca más rápido que la economía real. Esto se da si el banco central aplica una política monetaria expansiva.

Los efectos en los precios tardarían en llegar, pues se tienen que transmitir por los canales de contagio existentes entre la política monetaria y la economía real. El BCE considera que, en un escenario de crecimiento del PIB real en la eurozona que esté entre un 2 y un 2,5% y una velocidad de circulación del dinero de 0,5 a 1%, el valor de referencia del M3 que garantizaría estabilidad de precios sería el 4,5%. Un valor más alto denotaría riesgos inflacionistas.

Ahora bien, el BCE señala ese estándar no con la intención de alarmar a los mercados ante desviaciones de ese 4,5%, (Calvo, Parejo, Rodríguez y Cuervo, 2012,) sino con

⁵ Consultada el 5 de octubre de 2017 en:

https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/estrategia/La_estrategia_del_BCE.html

⁶ $M*V=P*Y$

M: agregado monetario

V: Velocidad de circulación del dinero

P: nivel medio de precios

Y: renta nacional en términos reales

⁷ M3= efectivo en manos del público + depósitos a la vista+ depósitos a plazo inferior a dos años y disponibles con preaviso de 3 meses + cesiones temporales de activos + participaciones en fondos de inversión del mercado monetario + valores de renta fija con plazo original inferior a dos años.

vistas a realizar análisis adicionales que identifiquen la variable económica que causó el desvío. Si estos análisis concluyeran que esa desviación proviene de una variable que pudiera generar una inestabilidad en los precios, se pondrían en marcha los mecanismos de la política monetaria.

2.2. Instrumentos de política monetaria

Una vez dicho lo anterior, es importante añadir que la salvaguarda del euro no es la única meta del BCE. El TFUE señala como otras funciones básicas el “definir y ejecutar la política monetaria de la Unión, realizar operaciones de divisas (...), poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros y promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago”. Además, durante la crisis financiera el BCE ha hecho suyos los objetivos de evitar malos funcionamientos en los mercados financieros y fijar precios de los activos.

Para llevar a cabo todo esto, el BCE ha tenido que hacer uso de los instrumentos de política monetaria, que activan, teóricamente, los mecanismos de transmisión de la política monetaria. La novedad a la que se ha enfrentado Europa es que el BCE se ha visto obligado a activar los llamados instrumentos no convencionales de política monetaria, que jamás habían sido utilizados. Serán analizados posteriormente.

Estos instrumentos se rigen por los siguientes principios generales que fueron recogidos por el BCE en el año 2011, a saber:

1. Eficiencia operativa, la cual se define como “la capacidad del marco operativo de transmitir las decisiones de política monetaria a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario con la mayor precisión y rapidez posibles”. Una política monetaria efectiva será la que consiga un impacto persistente en el nivel de precios, a través de la activación de los canales de transmisión. De esto se infiere que el mercado interbancario va a tener una importancia capital. De su eficiencia dependerá que este objetivo se cumpla o no.

2. Ejecución descentralizada, que implica que los bancos centrales nacionales de cada estado miembro serán los encargados de implementar esa política dictada por el BCE. Esto está ligado a la independencia política del BCE respecto de los gobiernos de los estados miembros de la UE. Esta independencia se traduce, como se explicita en la página web⁸ del BCE en:

- a. Independencia institucional, que separa totalmente la actuación del BCE de instituciones u organismos públicos.

- b. Independencia personal, referida a la toma de decisiones objetivas de los miembros del comité ejecutivo del BCE. Ésta se garantiza por medio de establecimiento de mandatos no renovables de 8 años de duración.

- c. Independencia funcional y operativa. El BCE no puede “financiar directamente al sector privado para evitar presiones de autoridades públicas.”

⁸ Consultada el 8 de octubre de 2017 en:

https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/ecb_independent.es.html

d. Independencia financiera y organizativa, que implica que los bancos centrales nacionales tienen sus propios recursos para funcionar.

e. Independencia legal, pues el BCE tiene personalidad jurídica propia, lo que le permite acudir al Tribunal de Justicia de la Unión Europea como parte procesal.

3. Armonización suficiente, lo que conlleva que:

a. Las decisiones de política monetaria se toman en el seno del BCE y su validez se extiende a todo el SEBC, lo que implica lo indicado en el siguiente apartado.

b. Igualdad de trato para todas las entidades de crédito que se encuentren en la zona euro siempre que sean solventes y estén sujetas a supervisión en el ámbito europeo.

c. Esta armonización implica la actuación de acuerdo con el “principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos” (artículo 127 del TFUE).

Dicho esto, procedemos a analizar los instrumentos principales de política monetaria:

2.2.1. Instrumentos convencionales:

i. Mantenimiento de reservas mínimas (coeficiente legal de caja)

El BE define⁹ el coeficiente legal de caja como depósitos que las entidades de crédito han de mantener de manera obligatoria en los bancos centrales nacionales. Sus funciones principales son la estabilidad de los tipos de interés en el mercado y la creación o aumento de déficit estructural de liquidez. Es un instrumento fundamental, a través del cual el BCE controla directamente la liquidez de la economía en un momento dado. Si se altera este coeficiente, las entidades bancarias tendrán que alterar en concordancia el crédito a particulares, lo que las puede convertir, si se aumentara dicho coeficiente, en demandantes de financiación. El SEBC deberá disponer del suficiente músculo financiero para ser proveedor de dicha financiación, a través de operaciones regulares de inyección de liquidez (Manzano y Valero, 2015; Moral, 2014).

Hasta diciembre de 2011, este coeficiente se encontraba en el 2%. Debido a la crisis económica, el BCE decidió rebajar ese tanto al 1%, para favorecer la liquidez de los mercados y el crédito a particulares para activar la economía. Este tipo se aplica a valores de renta fija hasta 2 años y a depósitos a la vista, a plazo hasta dos años y disponibles con preaviso hasta 2 años. Por último, el BE señala¹⁰:

Las reservas (...) se deben mantener durante un período de un mes y se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. El período de mantenimiento de reservas se inicia a partir del día de la liquidación de la primera operación principal de financiación posterior a la reunión del Consejo en la que tomen decisiones de política monetaria. Una entidad cumple las exigencias de mantenimiento de reservas durante ese mes si

⁹ Consultada el 6 de octubre de 2017 en:

<https://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioPolt/indexR.html>

¹⁰ Información extraída de la URL de la nota al pie 8.

la media de los saldos diarios en su cuenta en el banco central no es inferior a la cantidad exigida.

ii. Operaciones de mercado abierto

Tienen como objetivo (señalado en la página web¹¹ del BE) “controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y orientar la política monetaria”. Pueden ser de cuatro tipos en función de su objetivo, regularidad y procedimientos (BCE, 1998):

A) Operaciones principales de financiación (OPF)

Son operaciones temporales de inyección regular de liquidez a través de subastas ordinarias¹². Las realizan los bancos centrales nacionales semanalmente, a un plazo de dos semanas. El BCE concede préstamos a las entidades de crédito, siempre contra la entrega de activos en garantía, para protegerse del riesgo de crédito.

Tradicionalmente han sido la vía más importante de financiación, sin perjuicio de que, como será posteriormente explicado, las operaciones de financiación a más largo plazo tuvieron un protagonismo especial durante la crisis económica.

B) Operaciones de financiación a más largo plazo

Buscan proporcionar financiación adicional. Tienen, en principio, una periodicidad mensual y un vencimiento a tres meses. Sin embargo, veremos más adelante que durante las crisis económicas, el vencimiento se amplió sustancialmente.

C) Operaciones de ajuste o de *fine-tuning*.

Con ellas se busca corregir las desviaciones de los tipos de interés respecto de los determinados en las subastas oficiales para ajustar así la liquidez, inyectándola o drenándola del mercado. Son realizadas *ad hoc* por los bancos centrales nacionales, utilizando las operaciones temporales, que serán desarrolladas más adelante, mediante subastas rápidas¹³ (en caso de inyecciones de liquidez) o procedimientos bilaterales¹⁴ (en caso de drenajes de liquidez).

D) Operaciones estructurales.

Como señala el BE en su página web “Se llevan a cabo siempre que el BCE desea ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero (...) Se llevan

¹¹ Consultada el 6 de octubre de 2017:

https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html

¹² Transcurren 14 horas desde el anuncio de la subasta hasta la confirmación de las asignaciones.

¹³ Se ejecutan en tan sólo una hora.

¹⁴ Realización de una operación empleando un método distinto al de la subasta, a saber:

- a. Contacto directo con la entidad o entidades contrapartes
- b. Ejecución de operaciones a través de los mercados y sus agentes

a cabo mediante la emisión de certificados de deuda, operaciones temporales u operaciones simples¹⁵.”

Además de estas cuatro operaciones, el SEBC tiene a su disposición cinco grandes tipos de instrumentos para llevarlas a cabo (Manzano y Valero, 2015):

A) Operaciones temporales

Son el instrumento por excelencia empleado cuando se hacen operaciones de mercado abierto. También pueden ser utilizados para realizar operaciones estructurales o de ajuste.

Estas operaciones se articulan a través de repos o compraventa de activos con pacto de recompra futura¹⁶ o mediante préstamos garantizados, como se ha mencionado en el caso de las OPF.

B) Compraventas a vencimiento u operaciones en firme

Como señala el BCE, tienen un objetivo estructural o de ajuste de liquidez y no tienen una frecuencia regular, sino que se realizan *ad hoc*.

C) Emisión de certificados de deuda

El BCE puede emitir certificados de deuda que, con un objetivo estructural, tratan de absorber la liquidez del mercado. Tienen un vencimiento inferior a 12 meses y se emiten al descuento.

D) *Swaps* de divisas

Como define el BCE en su página web¹⁷:

Una línea swap es un acuerdo entre dos bancos centrales para el intercambio de monedas, que permite a un banco central obtener liquidez en moneda extranjera del banco central que la emite, generalmente para satisfacer la necesidad de los bancos comerciales de su país.

Estas líneas *swap* son fundamentales para financiar activos denominados en moneda extranjera, cuando los mercados de financiación están paralizados por una extrema aversión al riesgo, como ocurrió en la recesión de 2008. Han ganado protagonismo y se utilizan para inyectar o absorber liquidez del sistema. Se hacen mediante subastas rápidas entre los bancos centrales extranjeros con línea swap o directamente por medio de acuerdos bilaterales.

¹⁵ Son operaciones a través de las cuales el BCE compra o vende activos directamente a las entidades de crédito por medio de acuerdos bilaterales.

¹⁶ Consultadas el 7 de octubre de 2017:

https://www.bde.es/clientebanca/es/areas/Productos_Bancar/Deposito_a_la_vi/Otros_productos/_Las_operaciones/

<https://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioPolt/indexO.html>

¹⁷ Consultada el 7 de octubre de 2017:

https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.es.html

E) Captación de depósitos a plazo fijo.

Como señala el BCE (2008, p. 20), “El Eurosistema puede proponer a las entidades de contrapartida que constituyan depósitos remunerados a plazo fijo en el banco central nacional del Estado miembro en que la entidad está establecida”. La captación de depósitos se realiza a plazo fijo con la intención de absorber la liquidez del mercado, mediante subastas rápidas, aunque también pueden hacerse mediante procedimientos bilaterales.

Para terminar, es necesario puntualizar que es el BCE quien inicia estas operaciones (OPF, financiación a más largo plazo, de ajuste o de estructuración) y decide cuál o cuáles de los cinco instrumentos va a utilizar para articular dicha operación. (Moral, 2014).

iii. Facilidades permanentes

Tienen como objetivo “proporcionar y absorber liquidez en un día, señalar la orientación de la política monetaria y controlar los tipos de interés del mercado monetario a un día” (BCE 1998, p.5).

Existen dos tipos de facilidades:

A) De crédito

Buscan que los bancos centrales nacionales obtengan financiación contra activos en garantía. El tipo de interés de estas operaciones está penalizado (Manzano y Valero, 2015) respecto al del mercado, pues éste es normalmente el techo del tipo de interés del mercado en un día.

B) De depósito

Facilitan a las entidades de crédito realizar depósitos en los bancos centrales nacionales. El tipo de interés constituye el mínimo del tipo de interés del mercado en un día.

2.2.2. Instrumentos no convencionales

Parece, sin embargo, que, en el contexto de la crisis vivida en Europa, las medidas convencionales de política monetaria no eran suficientes para reactivar la economía y recuperar la estabilidad de los precios. El principio de eficiencia operativa no se daba en el mercado monetario. La teoría dice que, ante un ciclo de recesión económica, hay que responder con una política monetaria expansiva. No obstante, parecía que con el empleo de estas medidas convencionales no era suficiente, pues no se transmitía suficiente liquidez al sistema.

La repuesta puede estar en la quiebra de unos de los primeros eslabones de la cadena: el mercado crediticio. La quiebra de Lehman Brothers, en octubre de 2008, generó una gran desconfianza en el mercado. De un día para otro, el volumen de crédito bancario ofertado por las entidades financieras desapareció. Esto paralizó el mercado, pues cualquier institución solvente podía dejar de serlo por la falta de liquidez (BCE, 2009 en Esteve y Prats, 2011). Esto hace que “el vínculo existente entre los tipos oficiales y el

mercado desaparezca” (BCE, 2010 en Esteve y Prats, 2011). La liquidez que ofrecía el BCE a través de las medidas convencionales no reactivaba la economía, pues los agentes económicos acumulaban ese efectivo, esperando una época de recesión y de deflación. Es la clásica trampa de liquidez keynesiana.

Esto hizo que el BCE tuviera que usar instrumentos no convencionales de política monetaria, jamás utilizados en la eurozona, como apoyo adicional a las medidas convencionales. Es decir:

Las políticas monetarias no convencionales, o políticas de expansión monetaria cuantitativa del balance, han de ser vistas como una extensión natural de las operaciones convencionales de los bancos centrales, cuando los tipos de interés oficiales llegan a niveles muy bajos. (Benford, Berry, Nikolov, Robson y Young, 2009 en Esteve y Prats, 2011, p.9).

Estas medidas tenían el objetivo de “ampliar la intermediación del banco central (...) [para] suplir las transacciones interbancarias que no podían realizarse debido al mal funcionamiento del mercado monetario privado.” (González-Páramo, 2012, p.89). De esta manera se buscaba reactivar el crédito, para que se transmitiera a la economía real a través del consumo de los hogares y la inversión de las empresas. Así, la renta nacional aumentaría, junto con la demanda agregada, afectando así, a la estabilidad de los precios, aumentando la inflación.

Se infiere de todo esto que el Eurosistema ha sido capaz de tomar decisiones no convencionales para salvar el euro. Mario Draghi ya lo anunció en 2012, ante la crisis de deuda soberana que asoló Europa a partir del 2010: “Haré lo que haga falta para salvar el euro y será suficiente”. Era necesario este anuncio, pues esta crisis que se inicia en Grecia, se contagió los estados periféricos de la Unión, como España y Portugal, tenedores de deuda pública griega. Las finanzas públicas estaban muy deterioradas, lo que hizo que la prima de riesgo de estas economías aumentara y que los inversores perdieran la confianza en el mercado de renta fija y bonos soberanos.

El SEBC volvió a reaccionar, adoptando medidas no convencionales mediante programas de compras de deuda pública y privada. También estableció líneas *swap*, para poder financiarse con moneda extranjera.

Así pues, en octubre de 2008, el BCE implementó, a través de los bancos centrales nacionales, las “Medidas de Apoyo Reforzado del Crédito” (Esteve y Prats, 2011). Estas medidas no convencionales se pueden resumir en dos aspectos fundamentales (Manzano y Valero, 2015):

i. Inyección de liquidez sin límites a través de la modificación sustancial de las medidas convencionales

A) Operaciones de financiación a más largo plazo

Como ya se dijo anteriormente, las operaciones de financiación a largo plazo se realizaban mediante subasta y tenían un vencimiento a 3 meses. No obstante, desde el verano de 2007, el BCE implementó subastas extraordinarias a tipos variables y con

vencimientos superiores: de 6, 12 y 36 meses. Éstas últimas, llamadas *Variable Long Term Refinancing Operations* (VLTRO), se llevaron a cabo en noviembre y febrero de 2012 para proveer liquidez a las entidades de crédito a largo plazo para que pudieran seguir operando y que no se cortara el canal del crédito bancario, que ya de por sí, estaba muy deteriorado y no se reactivaba con las operaciones que habían sido llevadas a cabo hasta la fecha. El BCE llegó a inyectar a los mercados 1,018 billones de euros por esta vía.

Posteriormente, entre 2014 y 2015, el BCE llevó a cabo seis subastas de liquidez a largo plazo con un vencimiento superior (de 4 años) y con un tipo situado 10 puntos básicos por encima de tipo de las operaciones principales de financiación (OPF). No obstante, los tipos acabaron igualándose. Son las llamadas *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO) o préstamos condicionados a largo plazo (Manzano y Valero, 2015).

B) Las *full allotment* o subastas plenas

El mecanismo de adjudicación de las operaciones principales de financiación era, como se ha explicado anteriormente, a través de subastas de tipo variable. Sin embargo, desde octubre de 2008, se realizaron a tipo fijo, pues desde esa fecha se aprobaron las adjudicaciones plenas, es decir se les da a las entidades la cantidad íntegra de dinero que solicitaron. (Manzano y Valero, 2015, p. 351). En la actualidad (y desde marzo de 2010) se hacen subastas a tipo fijo y variable (BE, 2010).

C) Inyección de liquidez a través de divisas extranjeras (*swaps* de divisas)

Como se mencionó anteriormente, las líneas *swap* han ido ganando protagonismo, pues son una línea de financiación fundamental de activos denominados en divisa extranjera cuando los mercados de financiación están paralizados.

Esto ocurrió en 2008 con la quiebra de Lehman Brothers. Era difícil conseguir financiación en los mercados. Con la apertura de una línea *swap* con el BCE, la Reserva Federal conseguía financiar sus activos denominados en euros.

D) Bajada del coeficiente legal de caja

Como se indicó anteriormente, hasta diciembre de 2011 estaba en el 2%. A partir de esa fecha se rebajó al 1% y ahí se ha mantenido.

E) Aumento de las facilidades permanentes de crédito y bajada de los tipos de interés de las facilidades de depósito al 0% e incluso a tasas negativas.

Tradicionalmente, usar las facilidades marginales de crédito podía ser señal de poca solvencia, pues significaba que no se había podido encontrar financiación en el mercado interbancario. No obstante, este tipo de facilidades terminaron volviéndose algo bastante habitual. En los días posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, la demanda de crédito llegó a ser de 25.000 millones de euros diarios (Manzano y Valero, 2015).

Por otro lado, las facilidades permanentes de depósito fueron muy recurrentes a partir de finales de 2008, pero principalmente en 2011, pues mucha de la liquidez que se había

inyectado a los mercados por medio de las adjudicaciones plenas y el desarrollo de las LTRO, se volvía a depositar en los bancos centrales nacionales, remunerada al tipo de interés mínimo del mercado, como se explicó antes, sin riesgo alguno, en vez de dirigirse a reactivar el crédito.

Esto llevó al BCE a situar los tipos de interés próximos al 0% o incluso a tasas negativas. De esta manera, las entidades de crédito tenían que pagar si querían que sus fondos estuvieran seguros en el banco central nacional. Esto hizo que las facilidades permanentes de depósito acabaran disminuyendo.

ii. El banco central como “prestamista de última instancia” (González-Páramo, 2012)

González-Páramo denomina de esta manera al BCE para indicar que éste no ofrece financiación directa a las entidades de crédito, sino que su actuación está destinada a suplir al mercado interbancario. De esta manera, el BCE actuaría sólo ante la paralización del mercado, es decir, en última instancia.

El BCE ha actuado directamente en los mercados mediante los siguientes programas recogidos en el manual de Manzano y Valero, de 2015:

A) *Securities Market Program (SMP)*

Anunciado el 10 de mayo de 2010, y conforme al artículo 1 de la Decisión del BCE 2010/5:

Conforme a lo dispuesto en la presente Decisión, los bancos centrales del Eurosistema podrán comprar: a) en el mercado secundario, instrumentos de renta fija negociables y admisibles emitidos por las administraciones centrales o entidades públicas de los Estados miembros cuya moneda es el euro, y b) en los mercados primario y secundario, instrumentos de renta fija negociables y admisibles emitidos por entidades privadas constituidas en la zona del euro.

Es decir, permite la compra de bonos soberanos de países con primas de riesgo muy altas, como fue el caso de España, Italia, Grecia, Irlanda y Portugal. Esto supuso una flexibilización extrema del principio de independencia del BCE, pero ha probado ser eficiente para la recuperación de la liquidez en los mercados.

Por último, es importante decir que todas las compras de activos han de estar esterilizadas, lo que conlleva que antes de cada compra haya una correspondiente subasta de drenaje de liquidez, para eliminar el efecto inflacionista de la operación.

B) *Outright Monetary Transactions (OMT)*

En septiembre de 2012, el SMP es sustituido por este programa. La diferencia principal que presenta con el anterior es que este programa está sujeto a la petición del estado miembro a través del MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad) y el FEEF (Fondo Europeo de Estabilización Financiera). Además, el BCE, mediante este sistema, no sería un acreedor preferente.

C) *Covered Bond Purchase Program (CBPP)*

Su implementación en Europa se desprende del artículo 1 de la Decisión del BCE 2010/5, anteriormente transcrito.

Los objetivos buscados eran:

- a. El descenso de las primas de riesgo y los tipos de interés de las entidades de crédito, para favorecer la liquidez y reducir costes de emisión.
- b. Reactivación del mercado primario bonos fija (de emisión y compra de instrumentos de renta fija).
- c. Reactivación del crédito, mediante la bajada de los tipos de interés a la que nos hemos referido en el apartado a. Es decir, se buscaba que la financiación de las empresas fuera muy barata, para que disminuyera su coste del uso del capital y así la inversión empresarial pudiera aumentar y reactivar la economía,
- d. Con la reactivación del crédito, aumento de la liquidez del mercado de deuda privada.

Así pues, se llevaron a cabo 3 programas de compra de deuda privada:

1. CBPP1

Este programa tuvo una duración 12 meses y se compraron 60.000 millones de euros en bonos. Fue tremendamente efectivo, aumentando las emisiones y la liquidez del sistema.

2. CBPP2

También de 12 meses, este programa inyectó 40.000 millones de euros al sistema. Bajo este programa se realizaron compra de *covered bonds*¹⁸.

3. CBPP3

Lanzado en septiembre de 2014, este programa se caracteriza por no tener un importe definido de antemano y por tener una duración de 2 años.

D) *Asset-backed Securities*¹⁹ *Purchase Program (ABSPP)*

E) *Public Sector Purchase Program (PSPP)*. Como su nombre indica, este programa tiene como objeto de comercio la adquisición de deuda soberana pero sin mediar la solicitud del país emisor.

El CBPP3, el ABSPP y el PSPP forman parte de un programa llamado *Extended Asset Purchase Program*²⁰ (EAPP). Este programa tiene como principal objetivo devolver el nivel generalizado de precios a una cifra que esté dentro del objetivo marcado por el

¹⁸ Los *covered bonds* son valores representativos de deuda respaldados por un grupo separado y diferenciado de préstamos que son utilizados como colateral.

¹⁹ *Asset-backed securities* son activos financieros respaldados por un conjunto de activos (préstamos, contratos de arrendamiento financiero y *royalties*, entre otros).

²⁰ Consultado el 22 de enero de 2018: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/asset-purchase.en.html>

BCE. Como señala el BCE, este programa no realiza compras directas de bonos a los mercados primarios, pues estaría violando el principio de independencia funcional y operativa. Sólo entrará en los mercados cuando ya exista un precio establecido.

Este programa estaba pensado que continuara hasta el final de 2017 y, en cualquier caso, hasta que se produjese un ajuste de la inflación próxima al objetivo cuantitativo marcado por el BCE. Con él, el Eurosistema compra deuda emitida por gobiernos de estados miembros de la UE, deuda de agencias estatales, deuda privada y deuda de entidades supranacionales que cumplan con los requisitos de rating marcados por el BCE.

2.3. Canales de transmisión de la política monetaria

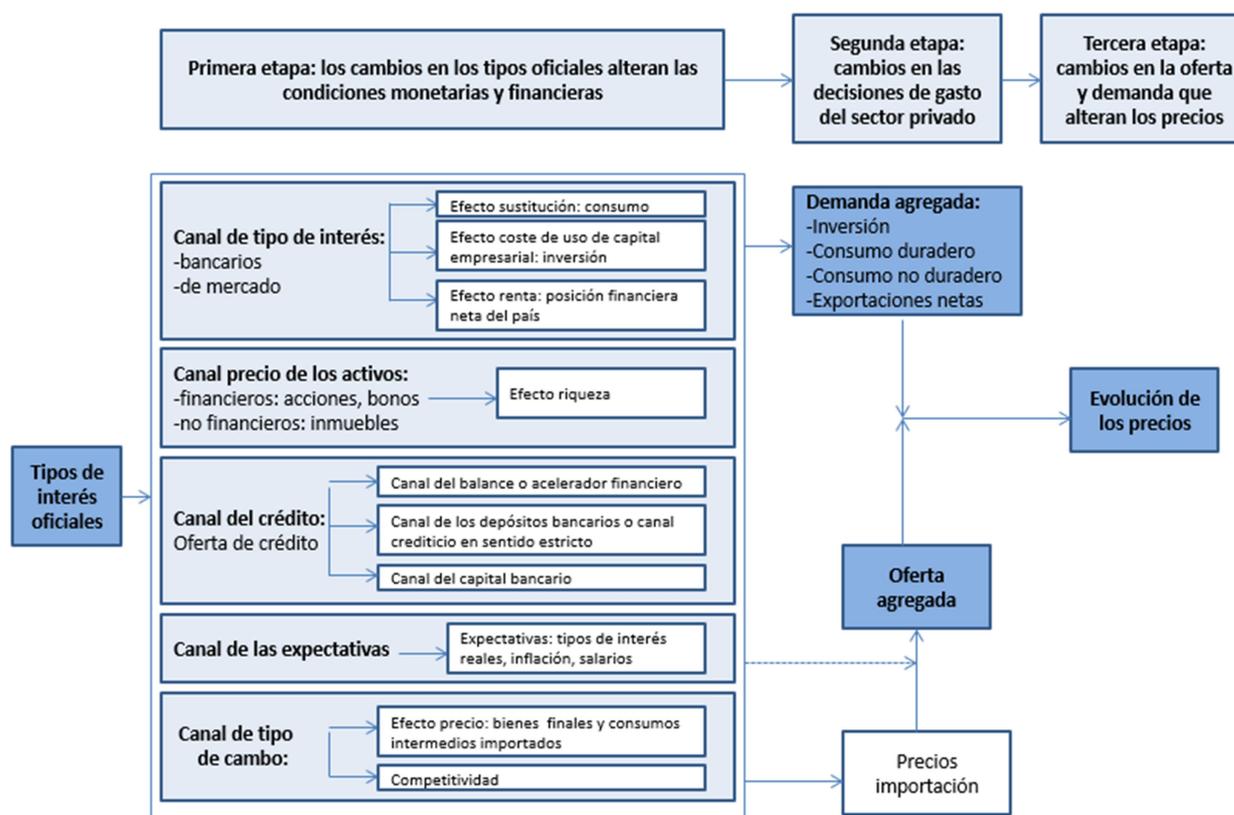
Como definieron Esteve y Prats en 2007 (p. 31):

Denominaremos mecanismo de transmisión monetaria a la cadena de efectos que genera un cambio en las condiciones monetarias, como consecuencia de la modificación del tipo de interés del instrumento de referencia del sistema.

El sistema de transmisión de la política monetaria funciona como una gran cadena de eslabones, de manera que lo que pase en el primero de ellos, si la cadena está bien conectada, se transmitirá a los demás. Esto implica que lo que el Comité Ejecutivo del BCE decida en una reunión afectará de manera sustancial a los particulares.

La evaluación de los canales de transmisión es compleja, debido a que la política monetaria no incide sobre los precios en el corto plazo, sino que primero tiene que afectar a otra serie de variables en el corto plazo. Es decir, “[se] van generando una larga cadena de efectos en la economía” (Esteve y Prats, 2007, p. 32). En la tabla 1 se explica de manera esquemática la estructura de transmisión de la política monetaria.

TABLA 1: CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA:



Fuente: Elaboración propia a partir de Esteve y Prats (2007) y Mies, Morandé y Tapia (2002)

El cómo se produce esta transmisión es lo que se explicará a continuación. Las teorías que explican los distintos mecanismos de transmisión son numerosas, pero destacan los trabajos de Mishkin (1995, 1996), recogidos por Mies, Morandé y Tapia en 2002 y por Esteve y Prats en 2007:

2.3.1. El canal de los tipos de interés

El banco central provoca, mediante cambios en los tipos de interés nominales, cambios en las tasas de interés reales de la economía, provocando cambios en el nivel de renta nacional, y, por tanto, en los precios a largo plazo.

Este es el canal tradicional de transmisión y su efectividad depende de cómo afecta este cambio de los tipos de interés al consumo de las economías domésticas y a la inversión. La teoría dice que, ante cambios de tipos de interés nominales, se producen tres efectos que incidirán directamente en estas dos variables:

A) Efecto sustitución

Éste se da al aumentar o disminuir los tipos de interés. Si suben los tipos, significa que, en el presente, la financiación (de empresas y familias) resulta más cara, por lo que se pospondrá el consumo y la inversión empresarial. Es decir, cuando suben los tipos, se

incentiva al ahorro y a que la economía se pause. Se dará el efecto contrario cuando los tipos disminuyan.

B) Efecto de coste de uso de capital

Este efecto ha probado ser uno de los más importantes a la hora de que se produzca la transmisión de la política monetaria. Tiene como principales protagonistas a las empresas, pues la inversión empresarial depende de tres factores: de las expectativas, del nivel de renta y de los tipos de interés. Con los dos primeros tiene una relación positiva, con los tipos de interés, negativa. Es decir, los tipos de interés son el coste de financiación de las empresas o coste del uso de capital. Si aumentan los tipos, la inversión bajará porque es más caro financiarse (Blanchard, Amighini, y Giavazzi, 2012).

C) Efecto renta

Es el efecto de los cambios producidos en la renta nacional como consecuencia de cambios en los tipos de interés. Este efecto dependerá de la posición financiera neta de los agentes económicos y de los países. Así, un aumento de tipos de interés favorecerá a aquellos agentes y países que tengan una posición financiera acreedora, dado que el cobro de intereses será mayor. Esto aumentará el nivel de renta nacional. Por el contrario, una disminución, favorecerá a los saldos deudores, provocando el efecto opuesto (Esteve y Prats, 2007).

Se desprende que, ante un mismo movimiento de tipos de interés, se producirán impactos opuestos en la renta nacional por medio del efecto renta y el efecto sustitución. El efecto neto será el preponderante.

2.3.2. El canal de precios de los activos

Este canal se basa en que los tipos de interés afectan a una gran variedad de activos (renta fija, renta variable y vivienda, entre otros). El cambio en los precios de estos activos genera un “efecto riqueza adicional” (Mies *et al*, 2002), que afecta a los componentes de la renta nacional y, por tanto, a la demanda agregada.

Veamos cómo reaccionan ciertos activos ante una subida de los tipos:

Por ejemplo, en el caso de la renta fija, un aumento de tipos se traduce en un menor precio de los bonos. En el caso de renta variable, una subida de los tipos provoca una caída del precio de las acciones (debido a que los flujos de capital se trasladan a los lugares de mayor rentabilidad). Lo mismo ocurriría con la vivienda, bajando la riqueza de los agentes que tuvieran en propiedad viviendas. Todo esto generaría una disminución del consumo, la inversión empresarial y la demanda agregada.

Como puede observarse, un solo cambio provoca múltiples variaciones debido a la gran cantidad de activos que existen en la economía y que se ven afectados.

2.3.3. Los canales crediticios

El mercado del crédito interbancario y a particulares puede verse afectado por la política monetaria a través de dos canales:

A) Canal del balance financiero

Este canal tiene en cuenta el valor de mercado de las empresas, compuesto por el valor presente de sus flujos de caja futuros y el valor de sus activos. Un cambio en los tipos de interés cambia el valor de mercado de las empresas. Ante una subida, los bancos exigirán a los solicitantes de fondos un mayor interés (pues el valor de los activos que se usan como colateral, como las acciones de una sociedad cotizada, ha caído).

B) Canal del crédito bancario

Aglutina los efectos que genera la política monetaria sobre la movilización del crédito bancario y la financiación. Como se ha mencionado anteriormente, el nivel de tipos de interés determina la demanda de crédito bancario. Si se suben los tipos, financiarse será más caro y se buscarán formas de financiación alternativas.

2.3.4. El canal del tipo de cambio

En sistemas de tipo de cambio flexible, el tipo de cambio depende del tipo de interés. Si aumenta la tasa de interés, los depósitos domésticos serán más atractivos para inversores extranjeros. Como consecuencia, se producirá una apreciación de la divisa nacional, que hará al país menos competitivo a nivel internacional, provocando una caída de las exportaciones netas. Como consecuencia, la renta nacional disminuirá, junto con la demanda agregada y los precios caerán. De esto se infiere que existe un nexo de unión entre el tipo de cambio y la inflación: el precio de los bienes importados.

2.3.5. El canal de las expectativas

El BCE, cuando decide el rumbo que va a llevar la política monetaria lo anuncia al mercado. Da mensajes intencionados. Por ejemplo, en el discurso de Mario Draghi de 2012, se intuye que algo nuevo va a ocurrir dentro de la UE y así fue. Comenzaron las medidas de Quantitative Easing para “salvar el euro”. El mercado reaccionó, ante lo que podía llegar: la bolsa cerró con subidas y la prima de riesgo española aumentó 50 puntos básicos en el peor momento de su crisis soberana.

Para que este canal funcione es fundamental que los agentes y los mercados confíen en el Banco Central. Por eso “la transparencia y consistencia de la política monetaria contribuye a mejorar la reputación de la autoridad monetaria”. Es decir, cuanto más transparente es, más confianza depositan en ella los agentes.

3. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA LLEVADA A CABO EN EL PERÍODO RECIENTE EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Para llevar a cabo el estudio de los efectos que han tenido las políticas monetarias del BCE en la economía española se ha atendido a dos variables fundamentales: el crédito y la inflación. Ambas son de vital importancia. El estudio del canal de crédito a través del análisis de los mercados interbancario y minorista reflejan el funcionamiento general de la economía. Por otro lado, se ha escogido la inflación como segunda variable de estudio principal, ya que la estabilidad de precios es el objetivo del BCE.

3.1. Efectos sobre el crédito

En este apartado se procede a detallar cómo se produjo la transmisión de la política monetaria a la economía española a través del canal de crédito bancario (tanto en su vertiente mayorista como minorista). Este canal es de suma importancia, pues el crédito conecta la economía real y la economía financiera²¹. Esto permite en la práctica que un cambio en los tipos de interés nominales oficiales llevado a cabo por el BCE acabe afectando a los particulares. Como definen Esteve y Prats (2011), el mercado monetario o interbancario es el primer eslabón de la cadena de transmisión. La ruptura de ese eslabón convierte a la política monetaria convencional en ineficiente, obligando al BCE a tomar otra clase de decisiones menos ortodoxas, como las vistas en el apartado primero de este trabajo.

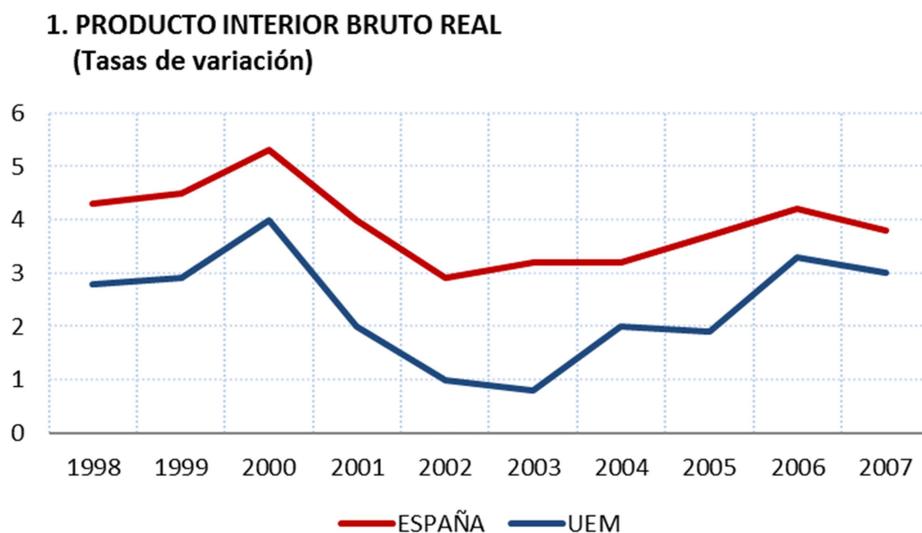
Los efectos que ha tenido la política monetaria en el crédito en el período reciente han dependido de la situación económico- financiera en la que se encontrara la zona del euro en cada momento. Por ello, se han diferenciado diversas etapas para un estudio más completo y exhaustivo de la situación en la que se encontraban la economía española, las medidas que se tomaron y sus efectos.

3.1.1. Los años de expansión económica: política monetaria expansiva como detonante de la crisis

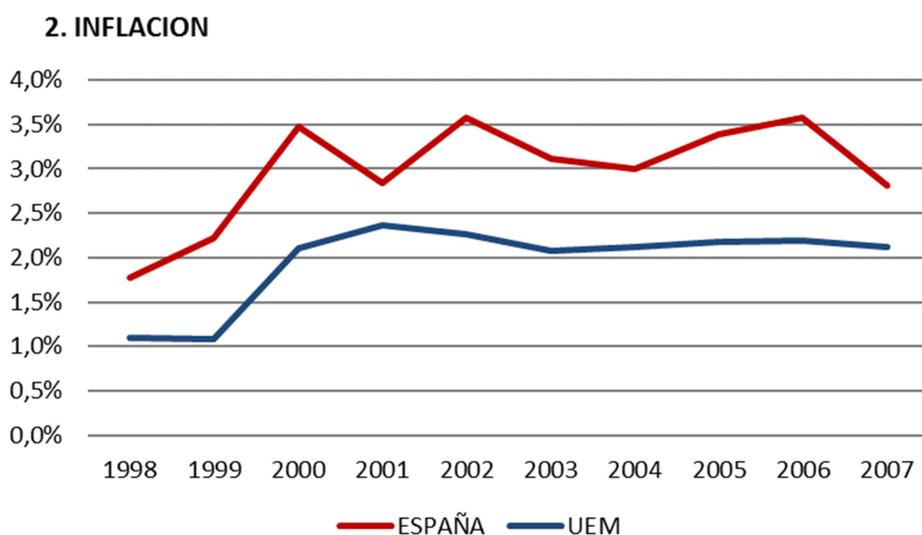
Este periodo, que abarca desde el año 2000 hasta el 2007 se caracterizó por ser de gran expansión económica. El Producto Interior Bruto (PIB) crecía a una tasa media anual del 3,8%, impulsado por una favorable tasa de empleo y una gran expansión demográfica debido a la entrada de inmigrantes (BE, 2017b).

²¹ Son las dos caras de una misma moneda. La economía real es aquella basada en los factores de producción y se desarrolla en el mercado de bienes y servicios. Para que esta actividad económica prospere necesita el apoyo del sistema financiera, que lo alimenta mediante el crédito a familias (para que consuman) y a empresas no financieras (para que puedan invertir).

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DEL PIB Y LA INFLACIÓN EN ESPAÑA Y LA UEM EN LA ETAPA PREVIA A LA CRISIS



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del Banco de España (2017b)



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de las series temporales del BE y del INE

No obstante, este período no estuvo exento de grandes desequilibrios. Los tipos de interés nominales eran más bajos de lo que requería la economía española (BE, 2009). El tono expansivo de la política monetaria provocó que el acceso al crédito fuera prácticamente indiscriminado. El aumento de disponibilidad de crédito disparó el gasto y el consumo, impulsando la demanda interna de vivienda por parte de los hogares y la actividad del sector inmobiliario mediante la construcción de vivienda nueva (véase gráficos 2 y 3). Desde el inicio de la crisis se viene demostrando cada año que se da una relación positiva entre nivel de endeudamiento previo a la crisis y profundidad de ésta

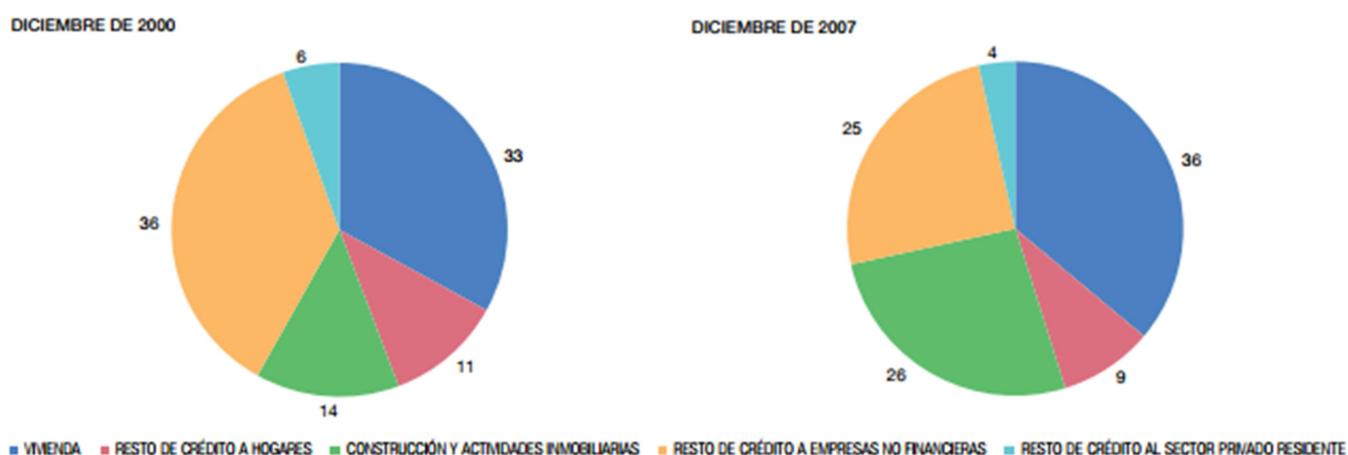
debido al efecto que tiene el endeudamiento en la reducción del consumo debido a (BE, 2014):

A) Efecto riqueza, pues el crédito facilita la adquisición de activos, exponiendo a los hogares a una caída de su valor

B) Los niveles de endeudamiento limitan el acceso a crédito nuevo, lo que significa que los hogares ven reducida su capacidad de gasto.

C) Motivo precaución, que lleva a reducir el consumo para responder ante posibles imprevistos

GRÁFICO 2: DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO POR FINALIDAD (en porcentaje)

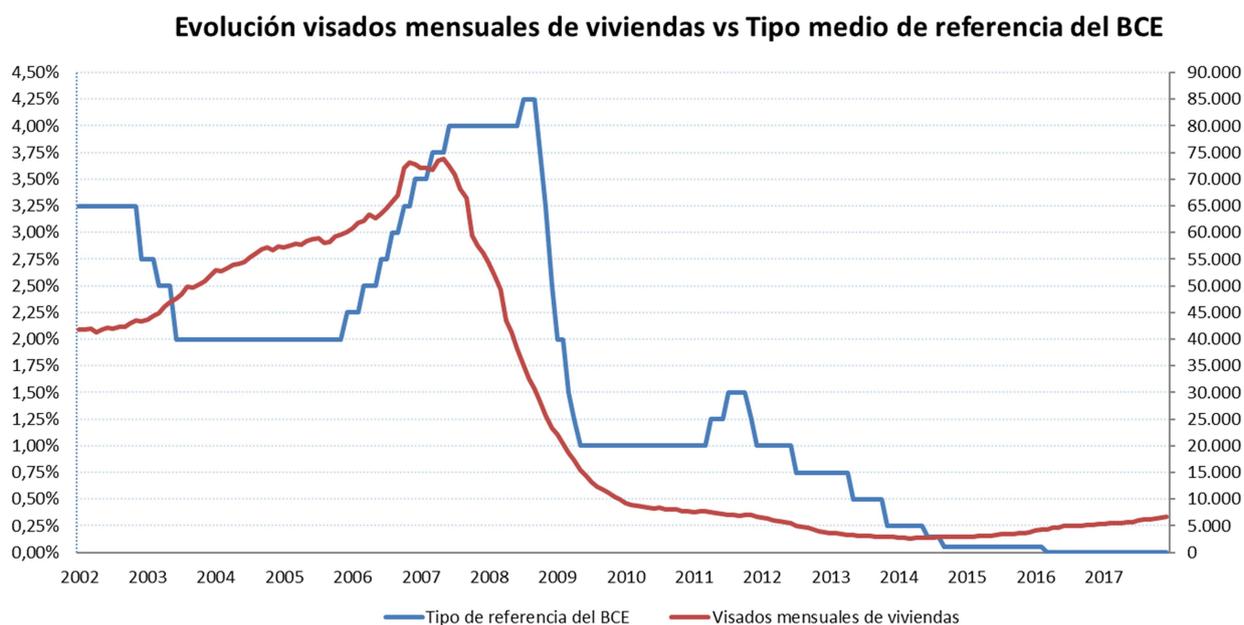


Fuente: Banco de España (2017b)

Así, el endeudamiento creció sin precedentes y con él el mercado inmobiliario, creándose una burbuja inmobiliaria donde los precios de los activos inmobiliarios subían cada vez más. Si un cliente no podía pagar su hipoteca, se ejecutaba ésta y se vendía en el mercado a un precio desorbitado. Así, la economía creció de manera desequilibrada, apoyando su peso en el mercado inmobiliario y su sistema de financiación.

Los agentes españoles confiaban en la tendencia creciente de la economía y la liquidez sin límites de la que se gozaba gracias al holgado tono de la política monetaria. El mercado no se esperaba que el 9 de julio de 2008 el BCE elevara los tipos de referencia de las operaciones principales de financiación desde el 2% hasta el 4,25% (Manzano y Valero, 2015). Esta medida se llevó a cabo porque el nivel de precios ya había sobrepasado el objetivo del BCE y se tenía que adecuar a las exigencias de la eurozona. Por desgracia, esta decisión para España supuso que la burbuja reventara y comenzara la crisis del sector inmobiliario en el año 2008

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN VISADOS MENSUALES DE VIVIENDAS VS TIPO MEDIO DE REFERENCIA DEL BCE



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos por Analistas Financieros Internacionales, BCE y Ministerio de Fomento.

El gráfico 3 muestra la alta correlación existente entre el mercado inmobiliario y el sistema financiero. El punto de inflexión en la línea que muestra el número expedido de visados de vivienda nueva coincide con el momento en que se produce la subida de tipos. Este gráfico muestra también cómo, a pesar de la bajada de tipos del BCE, el mercado inmobiliario tardó en recuperarse varios años.

3.1.2. Fase de recesión

i. La primera etapa de la crisis: crisis inmobiliaria

La etapa de recesión española comenzó con una fase de desaceleración de la actividad económica a mediados de 2007. Como puede observarse en el gráfico 3, los tipos de referencia del BCE fueron progresivamente subiendo desde el año 2005, con el consiguiente aumento de los tipos soportados por los particulares, lo que provocó que se endurecieran las condiciones de financiación. Como se ha dicho en el apartado anterior, el tipo máximo se alcanza en julio de 2008, momento en que la economía entra en recesión.

La debilidad de la actividad económica global empujó el nivel de precios general de la economía a la baja en la segunda mitad del año, encontrándose éstos por debajo del objetivo del BCE. La disminución del consumo externo provocó un fuerte descenso de las exportaciones, a la que se unió una bajada de la demanda nacional española del 7%, “con unas caídas acumuladas del 4,5% en el consumo privado, del 27% en la inversión en equipo y del 21% en la inversión en construcción” (BE, 2017b, p. 79).

Ante esta situación el gobierno puso en marcha medidas fiscales expansivas de aumento de gasto público y, a la vez, se activaron los estabilizadores automáticos²². No obstante, la pérdida impositiva vía recaudación fiscal que produjo la quiebra de las inmobiliarias provocó un gran deterioro en las finanzas públicas.

Además, el Eurosistema, debido al contagio internacional de la crisis de Lehman Brothers²³, relajó el tono de la política monetaria para atender las necesidades de liquidez del mercado monetario a nivel europeo (BE, 2009). Esteve y Prats (2011) señalan la importancia que juega este mercado como canal transmisor de las políticas monetarias: “es el primer eslabón del proceso de transmisión” (p. 12). Así, el BCE busca que los tipos a corto plazo del mercado se sitúen a un nivel próximo a los oficiales. De esta manera, ante tipos bajos, las condiciones de oferta y demanda de crédito son más favorables, por lo que la inversión y el consumo aumentarán. Como consecuencia, la demanda interna presionaría al alza el nivel general de precios, llegando al objetivo marcado por la UEM. Esteve y Prats, en 2011 (p.14), mantienen:

Si el mercado monetario no funcionaba bien:

- La transmisión de las variaciones del tipo oficial al sector real era más errática e impredecible.

- La capacidad de la política monetaria queda mermada para influir en las perspectivas de estabilidad de precios a través, exclusivamente, de ajustes de tipos de interés [de ahí que se tuvieran que aplicar, adicionalmente, medidas no convencionales en la eurozona].

Eso fue lo que ocurrió en la mayor parte de la Eurozona, incluida España²⁴. La base de la ruptura de este primer eslabón es la crisis de confianza que reinaba en la Eurozona. Desde la caída de Lehman Brothers no existía confianza en la solvencia de las entidades de crédito de la zona euro, pues no se sabía cuáles de ellas tenían balances contaminados con activos tóxicos (hipotecas *subprime*, y, en el caso español, titulizaciones de créditos procedentes de préstamos bancarios concedidos a inmobiliarias para invertir en vivienda nueva y a particulares para acceder al mercado inmobiliario y cuyos activos en garantía eran los inmuebles hipotecados).

Así pues, el Eurosistema aprobó medidas orientadas a aumentar el volumen y vencimiento (a 6 meses) de operaciones principales de financiación (Esteve y Prats, 2011). También se aprobaron procedimientos de subastas plenas, se amplió la lista

²² Los estabilizadores automáticos son las partidas de gastos e ingresos que, ante una situación de expansión o recesión, aumentan o disminuyen de manera automática. Por ejemplo, en una fase de expansión, la recaudación vía impuestos directos e indirectos es mayor que en fase de recesión.

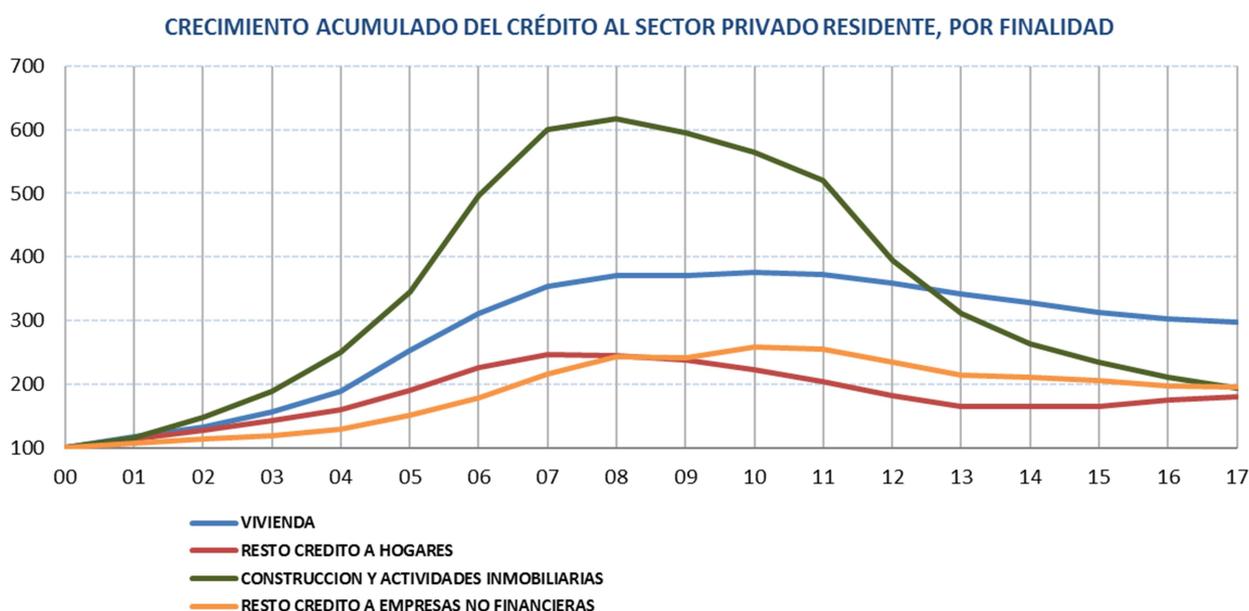
²³ La quiebra de Lehman Brothers produjo una de las mayores crisis globales desde la recesión de 1929 (BE, 2017), provocada por la venta a inversores de todo el mundo activos titulizados, garantizados con hipotecas *subprime*, de altísimo riesgo. Esto provocó una de las mayores crisis de confianza financiera global de la historia, que tuvo gravísimas consecuencias para la Eurozona, como se verá más adelante.

²⁴ En esta etapa de la crisis, los problemas europeos se reproducen de manera prácticamente idéntica en nuestro país, por lo que, analizar la Eurozona y, en concreto su problema de transmisión del crédito a las relaciones con particulares, supone de igual manera realizar un análisis de ese mismo problema en la economía española.

oficial del BCE de activos en garantía y se contrataron *swaps* de divisas para abrir líneas de financiación extranjera.

Sin embargo, a pesar de todos estos esfuerzos no se consiguió reactivar el mercado interbancario. La percepción del riesgo observada en este mercado fue trasladada por las propias entidades de crédito a sus relaciones con los particulares vía aumento de costes y endurecimiento de las condiciones de financiación. El crédito se redujo (véase gráfico 4), disminuyendo automáticamente el consumo y el gasto, provocando un decaimiento en la demanda interna y externa. Las entidades de crédito, ante la situación de incertidumbre y volatilidad, preferían destinar la liquidez que proveía el Eurosistema a corregir sus márgenes de solvencia que a reactivar el crédito reabriendo el mercado interbancario (BE, 2009).

GRAFICO 4: CRECIMIENTO ACUMULADO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE, POR FINALIDAD²⁵



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (Informe sobre la crisis financiera y bancaria y series temporales).

Así pues, en 2009 se tuvieron que adoptar nuevas medidas: el Eurosistema se vio obligado a bajar los tipos al 1% y a participar él mismo como agente inversor realizando compras de activos financieros para intentar paliar la inoperancia del mercado interbancario. Estas medidas contribuyeron a amortiguar los problemas de ausencia de liquidez del mercado interbancario, trasladándose los bajos tipos al mercado de crédito mayorista y, posteriormente, minorista. No obstante, ya no se volvieron a alcanzar los niveles previos a la crisis por el profundo deterioro del sistema financiero fruto de, como se dijo en el apartado anterior, los profundos desequilibrios durante la etapa previa a la crisis.

²⁵ Base= 100

En España, como consecuencia de las medidas aplicadas, los tipos de interés disminuyeron durante ese período, trasladándose a las relaciones de las entidades de crédito con los particulares y sociedades no financieras. No obstante, de todas las condiciones presentes en un contrato de préstamo bancario, ésta fue la única que revertió en el beneficio de los particulares (BE, 2010). El resto de condiciones de acceso al crédito (el umbral mínimo para disponer de crédito o el vencimiento del crédito, entre otros) se mantuvieron en niveles estrictos, dificultando la financiación. Además, las peticiones de préstamos no aumentaron significativamente, de hecho, se produjo en 2009 una desaceleración del endeudamiento.

En contraposición, en la eurozona las condiciones de financiación se fueron relajando paulatinamente a lo largo del 2009. Sin embargo, aunque la situación mejoró, continuaron existiendo riesgos de desaceleración motivados por la crisis de deuda griega. Esto hizo que las medidas no convencionales siguieran en vigor.

ii. La crisis de deuda soberana

El 2010 empieza con una ligera recuperación de la Eurozona, a pesar de los riesgos derivados de la crisis griega. Esto se debe al “impulso del comercio mundial” (BE, 2011, p. 110), que aumentó las exportaciones. La demanda interna mostró una leve tendencia positiva, al igual que la financiación a hogares y sociedades no financieras. Así, en abril de 2010 el BCE decidió aumentar los tipos de interés 25 pb²⁶, hasta situarlos en el 1,5%, pues se consideró que la política expansiva llevada a cabo en el período anterior había llegado a su límite de actuación (BE, 2011).

Sin embargo, esta recuperación fue transitoria. A mediados del 2010 la segunda etapa de recesión se hace presente en la Eurozona y en nuestro país, caracterizándose por el aumento del riesgo soberano y por la ausencia de presiones inflacionistas. Las tensiones en la eurozona surgieron a raíz de la duda de los inversores sobre la solvencia de las finanzas públicas griegas. Estas dudas acabaron trasladándose a más países de la Eurozona debido a la transmisión intracomunitaria de activos financieros por la Libre Circulación de Capitales que caracteriza al Mercado Único.

En esta fase cobra importancia el término fragmentación de los mercados (BCE, 2013) como antónimo a integración. Antes de la crisis, se estaba en un espacio comunitario integrado, donde la nacionalidad no era *per se* una condición de la financiación. Sin embargo, a raíz de la crisis de deuda soberana, se multiplicó la segmentación del mercado intracomunitario, debido a la disparidad de primas de riesgo. La nacionalidad pasó a ser un criterio fundamental de concesión de financiación. Los estados miembros eran financiados externamente en función de la calidad crediticia de su deuda soberana, reflejo, entre otras cosas, del saneamiento de sus finanzas públicas y de la confianza que tienen depositada los inversores en su solvencia.

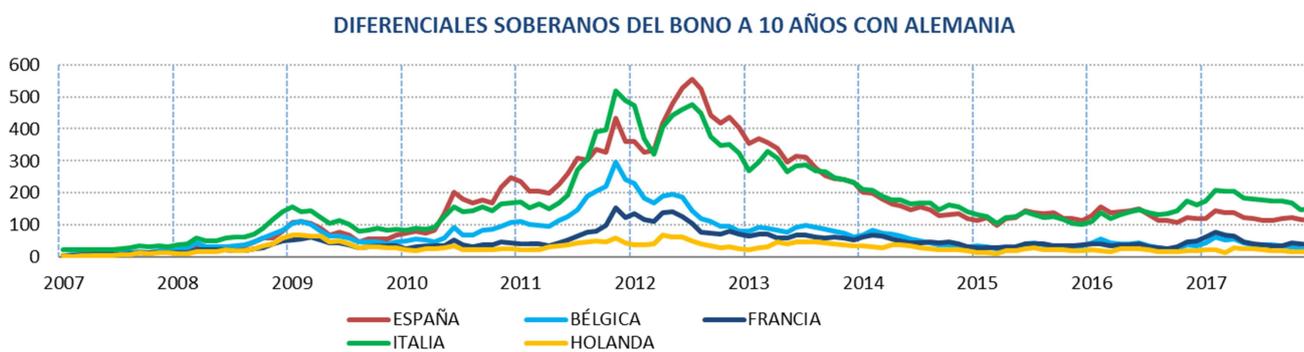
Las tensiones alcanzaron su punto álgido en mayo de 2010, mes en el que se aprueba un rescate a Grecia de 110 millones de euros con la condición de que ese estado cumpliera el plan económico ideado por la BCE, la Comisión Europea y el Fondo Monetario

²⁶ En términos reales

Internacional (BE, 2011) para poder hacer frente a sus obligaciones de estado. Para evitar el contagio se creó el FEEF, con capacidad de aportar hasta 750 mm de euros si la ocasión lo requería.

Esto contribuyó a relajar las tensiones. Sin embargo, éstas se reactivan cuando las autoridades irlandesas acuden a la FEEF a solicitar ayuda financiera, la cual ascendió a 85 millones de euros. En abril de 2011, Portugal se sumó al grupo de países que solicitaba apoyo financiero, lo que supuso un desembolso de 78 millones de euros (BE, 2017b). En 2012, Grecia pidió un segundo rescate. Ante esto, la falta de confianza se hizo denominador común en la zona euro, aumentando la prima de riesgo de los estados miembro (véase gráfico 5). En España, ésta llegó a niveles máximos en el año 2012, siendo, en ese año, más elevada que en cualquier otro país de la Eurozona.

GRÁFICO 5: DIFERENCIALES SOBERANOS A 10 AÑOS CON ALEMANIA



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Banco de España (Informe sobre la crisis financiera y bancaria) y de las series temporales del BCE

Estudios diversos llevados a cabo por el BCE y recogidos en su informe anual de 2012, señalan que una crisis de deuda soberana anticipa una crisis financiera debido a la tenencia por parte de los bancos de deuda soberana en su cartera de inversión. Así, los aumentos de la prima de riesgo hacen que los valores de las carteras de los bancos caigan en picado.

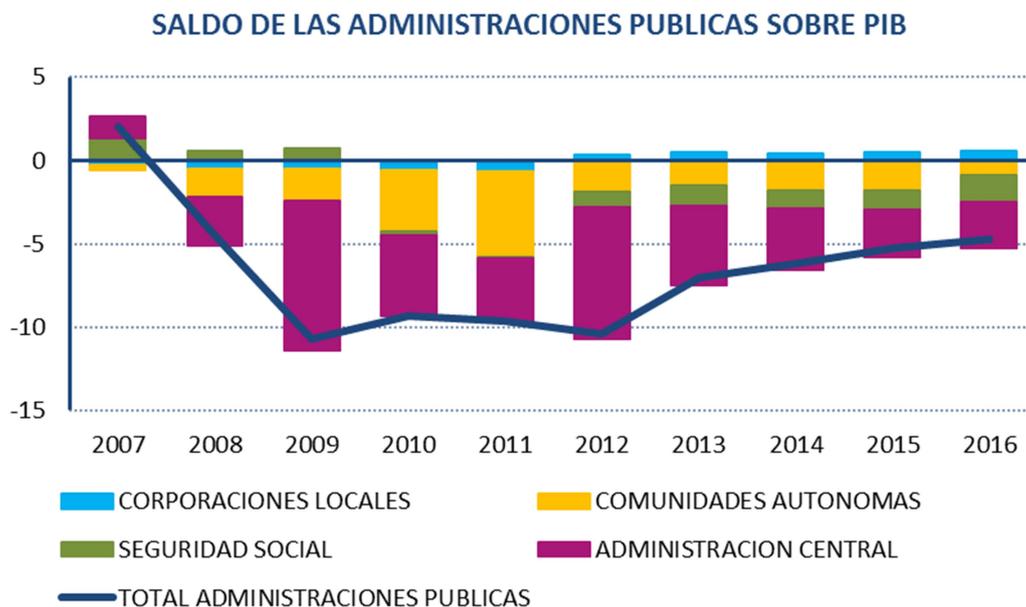
Por otro lado, durante la crisis, la tasa de desempleo aumentó de manera vertiginosa en nuestro país, llegando a una tasa de paro máxima del 26% a principios de 2013 (véase gráfico 10, elaborado con datos del Banco de España). Esta tasa de desempleo supone un aumento de la tasa de morosidad, pues las economías domésticas con miembros en el paro no reciben ingresos suficientes para hacer frente a sus obligaciones. Esta situación de extremo riesgo de crédito puede llevar a los bancos al borde de la suspensión de pagos, obligando al gobierno, como pasó en el caso Bankia, a realizar rescates a la banca para preservar el patrimonio de los depositantes. Así, puede verse cómo las crisis bancarias y de deuda soberana tienden a retroalimentarse.

En España, estas tensiones en el mercado bancario y de deuda soberana se trasladaron a la actividad económica vía disminución del crédito a hogares y empresas no financieras por un aumento de los costes de financiación (BE, 2011). Se redujo, además, la confianza de los inversores, por la baja calificación crediticia de nuestro país.

Se convirtió en un asunto de vital importancia cortar este vínculo vicioso entre un sistema bancario en declive y la crisis de deuda soberana. Así, en 2011, la economía española tuvo que aplicar tres tipos de medidas, explicadas en el Informe Anual de ese mismo año del Banco de España:

1. Medidas fiscales nacionales. Hasta ese momento, España había aplicado una política fiscal expansiva, con el subsecuente aumento del gasto público, más allá de los límites que se podía permitir el estado español. Las tensiones en los mercados de deuda soberana recayeron sobre los déficits excesivos de las diversas Administraciones Públicas (véase gráfico 6) y el gran deterioro de las finanzas públicas. Esto provocó que la política fiscal abandonara el enfoque expansivo, optándose por medidas restrictivas del gasto público para tratar de revertir la situación.

GRÁFICO 6: SALDO ADMINISTRACIONES PÚBLICAS POR SECTORES SOBRE PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos del Informe Anual del BE de 2017 y las series temporales del BE

2. Reforma de gobernanza europea (BE; 2011). Se consideraba que existía debilidad institucional en torno a:

- a) La identificación y corrección de desequilibrios macroeconómicos
- b) La ejecución de los principios fiscales acordados por la UE
- c) Integración financiera y fiscal
- d) Inexistencia de mecanismos comunes de resolución de crisis

3. Medidas de política monetaria expansiva del BCE. En 2011 se produjo el vencimiento del programa de compra de bonos garantizados que se puso en marcha en 2008. Esto implicaba que las entidades de crédito debían devolver la liquidez prestada. Para hacer frente a los pagos, las entidades de crédito españolas tuvieron que acudir al mercado interbancario (los costes de financiación vía deuda pública eran muy altos) y,

posteriormente, al Eurosistema. Entre esas medidas, destacan las dos subastas a tres años de diciembre de 2011 y febrero de 2012, en las que se inyectaron algo más de un billón de euros. Son las *Variable Long Term Refinancing Operations* (VLTRO). Como su nombre indica, se solicitó liquidez al Eurosistema para devolver un préstamo otorgado por el propio Eurosistema. Es decir, se produjo un refinanciamiento al estado español. Además, el BCE redujo los tipos de las Operaciones Principales de Financiación (OPF) al 1% (BE, 2017 b).

El tercer bloque de medidas ayudó a los gobiernos a ganar tiempo para seguir avanzando en los otros dos frentes. Las subastas de 2011 y 2012 fueron útiles para “reducir los riesgos de desapalancamiento acelerado y contracción del crédito” (BE, 2012, p. 158). Además, gracias a estas medidas, las entidades de crédito aumentaron los depósitos en el Eurosistema para poder frente a futuros vencimientos y reducir el endeudamiento interbancario en 93 millones, garantizando una mejora en la transmisión de las políticas monetarias.

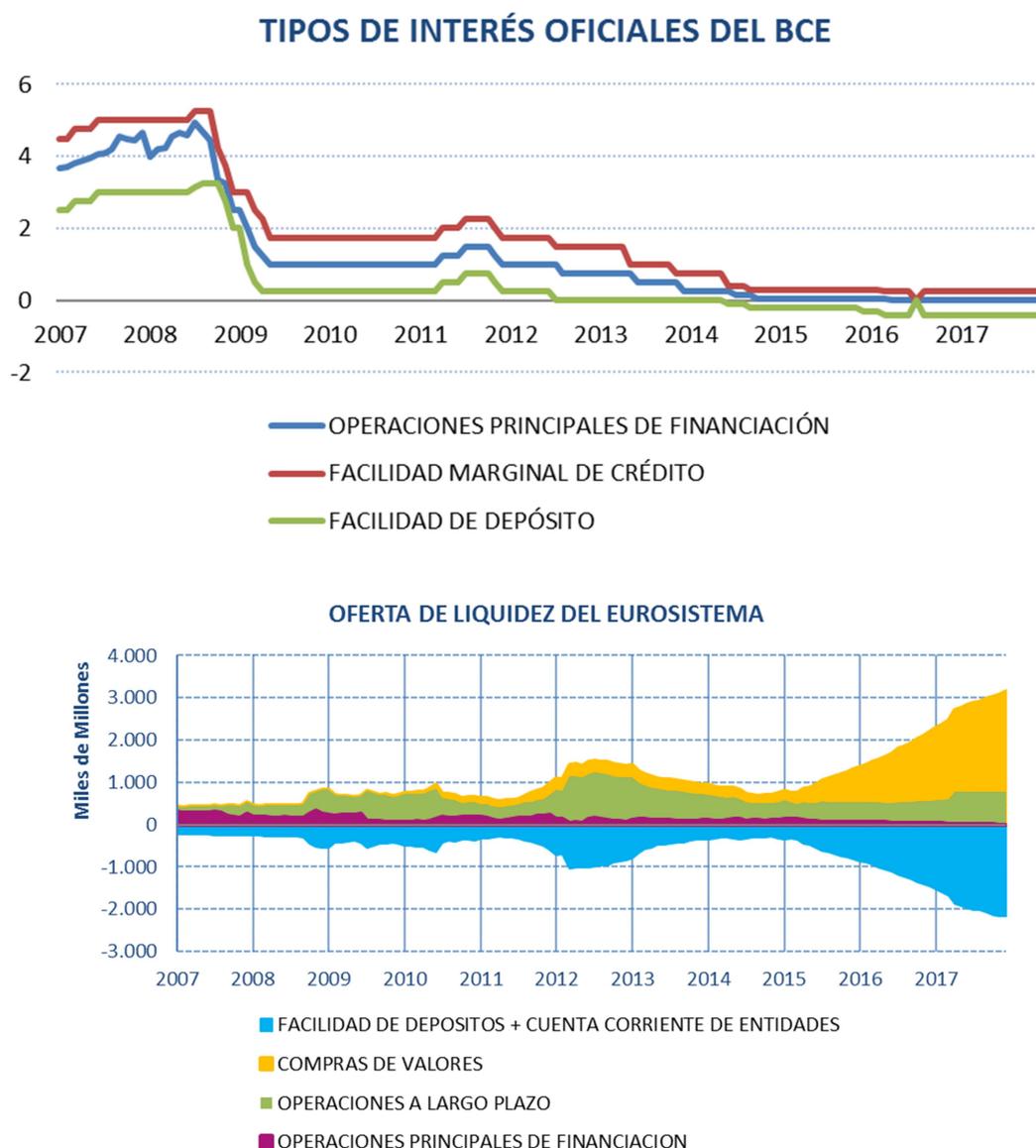
3.1.3. El recrudescimiento de la crisis

En el año 2012 se produjo un nuevo decaimiento de la actividad económica española. A finales de 2011 y principios de 2012, las entidades de crédito tenían un acceso muy limitado a la financiación del mercado monetario. No obstante, estos impactos negativos sobre el mercado interbancario debidos a la elevada prima de riesgo española y la baja calificación de las entidades de crédito se amortiguaron gracias a la liquidez que proveyó el BCE (BE, 2013) con las subastas de 2011 y 2012, lo que contribuyó al relajamiento de las tensiones.

Sin embargo, el problema de la fragmentación (explicado en el apartado anterior) impidió que esta relajación se trasladase a las condiciones de financiación de familias y empresas no financieras españolas. Es decir, a pesar de que el mercado interbancario transmitía los impulsos de política monetaria a través de los bajos tipos, la desconfianza de inversores externos en el estado español (reflejada en la prima de riesgo, que alcanza su máximo a mediados de 2012) impedía que se relajaran las condiciones de financiación ofrecidas a particulares.

Además, desde mediados de 2011 fue aumentando el volumen de fondos que las entidades de crédito depositaban en el BCE (véase gráfico 7, tabla 2, tramo de facilidades de depósito). Esto puede llegar a suponer un entorpecimiento de la política monetaria, pues las entidades de crédito, temerosas de una caída de los mercados, decidieron depositar esa liquidez en los bancos centrales nacionales, en vez de dedicar la liquidez a reactivar la economía proveyendo de crédito al sector privado (que ya estaba en proceso de desendeudamiento, como se verá más adelante). De esta manera, el dinero no está en los mercados, sino paralizado en depósitos.

GRÁFICO 7: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA



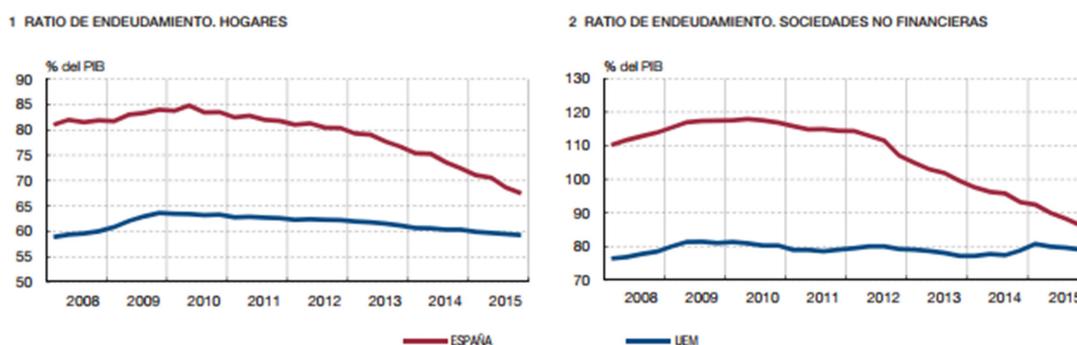
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de las series temporales del BE y del BCE

El BCE cayó en la trampa de la liquidez keynesiana, pues ante la incertidumbre de los mercados, los particulares y entidades de crédito preferían atesorar fondos para poder hacer frente a situaciones adversas de manera solvente, en vez de invertirlos. La solución a este problema la dicta el propio Keynes en su obra: “pero dado que la tasa de interés nunca es negativa ¿por qué preferiría alguien guardar su riqueza de una forma que rinde poco o ningún interés?” (p. 174 de la Teoría del Empleo, el Interés y el Dinero). Esto fue precisamente lo que hizo el BCE: situar los tipos de interés de depósitos próximos al 0% o incluso a tasas negativas. De esta manera, las entidades de crédito tenían que pagar si querían que sus fondos estuvieran seguros en el banco central nacional.

Esta medida buscaba que los fondos se movilizaran vía préstamos. No obstante, existían dos impedimentos adicionales (BE, 2014):

1. Por el lado de la demanda se da la acuciante necesidad de reducir el elevado endeudamiento del sector privado. En España, el desapalancamiento fue un proceso lento (véase gráfico 8), debido a que la riqueza neta de las familias tiene tendencias bajistas durante 2012 y 2013 por la lenta recuperación del empleo y, por ende, de la actividad económica. También se reduce la deuda del sector bancario.

GRÁFICO 8: RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuente: BE (2016)

2. Por el lado de la oferta se da el problema de la baja calificación crediticia del sistema financiero español, lo que reduce la disponibilidad de crédito.

El BCE puso en marcha diversas medidas de política monetaria a lo largo de 2012 y 2013 dirigidas a aumentar la movilidad de los fondos (BE, 2013, 2014):

1. Convencionales, protagonizadas por bajadas de tipos de interés en facilidades de crédito y de depósito (véase gráfico 7). A pesar de que el 2012 había comenzado con una ligera recuperación en los mercados europeos, las deficiencias en la transmisión del crédito siguen estando presentes, debido a la falta de confianza de los inversores en algunas economías de la zona euro, como la española. Por ello, el BCE realiza estas bajadas de tipos a lo largo de 2012.

2. No convencionales:

A) *Forward guidance*. Se trata de dar indicaciones a los mercados acerca de la dirección que tomará la política monetaria mediante anuncios o publicaciones institucionales para conseguir un mejor anclaje de las medidas. Así:

El Banco Central Europeo ha insistido en que la nueva herramienta no implica un cambio en su estrategia de política monetaria, sino que persigue un mejor anclaje de las expectativas de tipos de interés y una reducción de la incertidumbre para aumentar la efectividad de la política monetaria (BE, 2014, p. 73).

Esta medida es un recurso utilizado por los bancos centrales de otras economías avanzadas, de manera que existen divergencias en el diseño y concreción de las medidas de *forward guidance*. En el caso del BCE, estas medidas tienen una duración indefinida y busca mantener las expectativas de una inflación controlada a corto y medio plazo. Las medidas de *forward guidance* que se toman en este período y prueban ser altamente efectivas, según el Informe Anual del BE de 2013, son:

- i. Anuncio de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC)
- ii. Anuncio de la vigencia de subastas a tipo fijo y adjudicación plena hasta mediados del 2015, con la intención de afectar al tramo largo de la curva de tipos.
- iii. Anuncio de Mario Draghi, quien compareció ante la prensa el 26 de julio de 2012 en un momento de tensión máxima, donde se ponía en duda la continuidad del proyecto europeo. El efecto del “*whatever it takes*” de Mario Draghi fue inmediato. Los inversores interpretaron que el BCE seguiría adelante con las medidas no convencionales. Esa certeza se materializó en la Bolsa Española, que se disparó más de un 6%, el mayor repunte desde hacía dos años.

B) En este período de recrudescimiento de la crisis siguen en vigor las subastas a tres años de 2011 y 2012, lo que supone disponibilidad de abundante liquidez.

C) Operaciones monetarias de compraventa en los mercados secundarios. Es un programa en el que el BCE lleva a cabo compras de bonos soberanos, sin límite cuantitativo alguno y a un plazo de entre uno y tres años. La compra estaba sujeta al cumplimiento de ciertas condiciones, entre las que se incluye que el estado solicitante acuda a un programa de asistencia financiera que le permita reunir las condiciones crediticias suficientes para financiarse en el mercado primario. En este caso, el BCE actúa como un inversor privado, no como acreedor preferente, pero tiene el privilegio de anular el programa de ayuda si el estado solicitante ya no lo necesita.

Los efectos de todas estas medidas fueron muy positivos para la economía de la zona euro, ayudando a su recuperación. Esta recuperación de la eurozona que se inició a lo largo del 2013 tomó impulso en España en 2014, estando nuestro país retrasado respecto de la UEM. Se basó en tres pilares (BE, 2014):

1. El tono acomodaticio de la política monetaria de la UE fue el motor principal de la recuperación de la eurozona, extendiéndose eventualmente a España.
2. El ritmo moderado de consolidación fiscal de la UE. En el apartado anterior quedó patente que la UEM necesitaba unas directrices comunes de gobernanza. Por ello, la Comisión Europea considera que la UE tiene que caminar hacia la consolidación fiscal. También, en 2014 se acordó la creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y el Mecanismo Único de Resolución (MUR).
3. Tener un entorno exterior favorable. Es decir, reactivación de la demanda externa.

La unión de estos tres factores se tradujo en la Eurozona en (BE, 2014):

1. Relajación de las condiciones de crédito debido a la reducción de la incertidumbre y la mejora de la confianza de los agentes en el mercado. Esto supuso una mayor disponibilidad de crédito a manos de hogares y sociedades no financieras. La demanda interna aumentó, impulsando el mercado de trabajo. La renta obtenida fue destinada, en su mayoría, al consumo y no al ahorro, el cual se mantuvo constante. Esto hizo que la economía de la zona euro iniciara la senda de crecimiento. Además, el mercado de trabajo se estabilizó y se relajaron las tensiones financieras. El repunte del mercado de trabajo hizo que el aumento de renta se destinara al consumo en vez de al ahorro.

2. Estabilización de la situación bancaria y mejora de los mercados de crédito e instrumentos financieros.

3. Se mejora la situación de debilidad institucional de la UEM, pues la aplicación de medidas no convencionales dio tiempo a la Comisión Europea a configurar actuaciones fiscales consolidadas.

4. Rectificación de las revisiones a la baja del crecimiento

Además de todos estos efectos que se pueden señalar del conjunto de medidas de política monetarias llevadas a cabo durante 2012 y 2013, existen efectos aislados que provinieron de una sola medida (BE, 2014):

1. Anuncio del programa de operaciones monetarias de compraventa.

Este programa, junto con los demás componentes de este listado, provocó un aumento de la confianza en los mercados, pues los inversores tenían la certeza de que el BCE iba a respaldar el euro. Esto se tradujo en que la prima de riesgo de los estados miembros (incluida la española) disminuyó (véase gráfico 5). Así, se produjo una mejora en el acceso al crédito en la eurozona (que en España no se dará hasta 2014), promoviendo la integración de los mercados (si bien, aún existían elementos de fragmentación, como se verá más adelante con el caso español). Este programa no llegó a ponerse en funcionamiento en 2012, pero su sólo anuncio resultó en la dilución del riesgo de caída del proyecto europeo²⁷.

2. Intervención de Mario Draghi en julio de 2012.

Sirvió para relajar las tensiones en torno a la salida del euro de los estados miembros. Junto con el punto anterior, supuso la calma instantánea de los mercados.

En contraste con la zona euro, la economía española no mejora hasta 2014 (BE, 2015). Las condiciones de financiación del sector privado eran demasiado restrictivas para el tono de la política monetaria, pues los tipos aplicados a las operaciones comerciales eran más altos que los oficiales. Esto es consecuencia de los vestigios de fragmentación de mercados que aún quedaban en la Eurozona.

La prima de riesgo continuó disminuyendo desde mediados de 2012. Esto contribuyó a que se recuperara la confianza en el estado español y mejoraran las condiciones de financiación. No obstante, el acceso al crédito era aún muy restringido, en comparación con otros países de la zona euro a pesar del tono expansivo de la política monetaria.

²⁷ Es decir, salida de los estados miembros del euro, con la consiguiente pérdida de valor de los precios de los activos

No obstante, la caída de la financiación se corrigió en el caso de los hogares a finales del 2013. Por el contrario, en el caso de las sociedades no financieras, hay una gran heterogeneidad. Sociedades de todos los sectores vuelven a endeudarse nuevo para acometer proyectos de inversión. El único sector que no accede al crédito es el inmobiliario y de la construcción.

La acción expansiva del BCE a finales de 2013 estaba llegando a su límite. El reto al que se enfrentaba España a finales de 2013 era recuperar su nivel crediticio de cara a los inversores extranjeros para tener mejor calidad crediticia y acceder a la financiación con unas condiciones similares a la Eurozona para así poder transmitir los impulsos monetarios a familias y sociedades españolas.

3.1.4. Etapa de recuperación de la economía española

Este período, que comienza en 2014 y llega hasta nuestros días, se caracterizó por una recuperación de la economía española y de los canales de crédito, hasta el punto de que el PIB creció en 2017 un 3,1% respecto al año anterior²⁸. Este crecimiento se basa en (BE, 2016):

1. Cambio de orientación en la política fiscal que, debido a la mejora del déficit (véase gráfico 6), vuelve a ser expansiva.

2. Descenso del precio del petróleo. Este factor es un arma de doble filo, pues, por un lado, disminuye los costes de materias primas, favoreciendo la inversión empresarial, pero, por otro lado, supone una presión a la baja del nivel de inflación, alejándola aún más del objetivo del BCE (en el apartado siguiente se estudiará esta variable en detalle).

3. Reformas laborales, que ajustan el nivel de los salarios a la situación económica del país y a las condiciones de la empresa. El aumento de los salarios promovido por las reformas laborales dinamizó la demanda interna, aumentando el gasto privado.

4. Medidas de política monetaria. En esta etapa de recuperación las medidas expansivas del BCE estaban principalmente orientadas a mantener la transmisión de los impulsos crediticios a la economía y a dinamizar una inflación con fuertes tendencias a la baja. Por ello, en este apartado se entrará a valorar simplemente los efectos que tuvieron estas medidas en el crédito. En el apartado siguiente se detallarán qué medidas fueron y qué efectos tuvieron sobre la inflación.

Las medidas que tuvieron un mayor impacto en el canal de crédito en este período fueron los dos programas de TLTRO promovidos por el BCE en 2014 y 2015. Se trataba de una facilidad de crédito a tipo fijo, cuyo vencimiento era de 4 años, lo que impactaba directamente en el tramo largo de la curva de tipos de interés, de manera que disminuye el riesgo de desanclaje de las políticas monetarias. También se trataba de controlar las expectativas de los inversores, dirigiéndolas al convencimiento del mantenimiento de una política monetaria holgada a largo plazo, hasta que se consigan alcanzar los objetivos del BCE. De esta manera, los bancos se beneficiarían de financiación muy barata con un vencimiento a muy largo plazo. El volumen del préstamo se determinaría en función del desempeño de la entidad (BE, 2015).

²⁸ Datos extraídos en 26 de enero de 2017 en: <https://www.datosmacro.com/pib/espana>

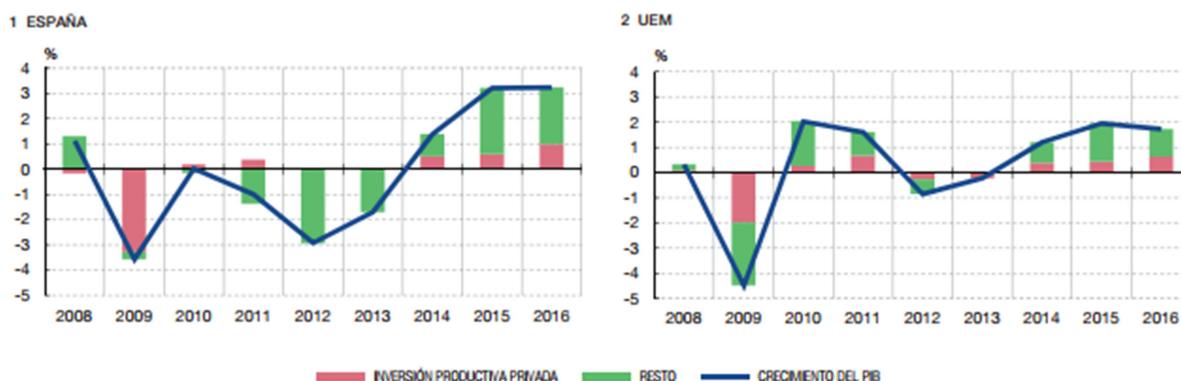
Como complemento a estas medidas, se aprueban además los programas CBPP 3 (tercer programa de compra de bonos corporativos) y ABSPP (compra de bonos garantizados) con la finalidad de relajar las condiciones de financiación de hogares y empresas no financieras.

La unión de todas estas medidas ha tenido los siguientes efectos (BE, 2015,2016 y 2017a):

1. Continuó el desapalancamiento del sector privado no financiero (véase gráfico 8). No obstante, la desaparición del endeudamiento de nuestro país supuso un reto que comenzaba a ser urgente cumplir. Ante una subida de tipos proveniente de la UEM, subiría el coste de la deuda, lo que podría provocar de nuevo la disminución del dinamismo de la demanda interna.

2. Mejora de la productividad española. Las políticas del BCE, junto con el impulso procedente de las políticas fiscales (expansivas) de demanda apoyaron actividad y el empleo.

GRÁFICO 9: APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB



Fuente: BE (2017 a) con datos extraídos del INE, BCE y BE

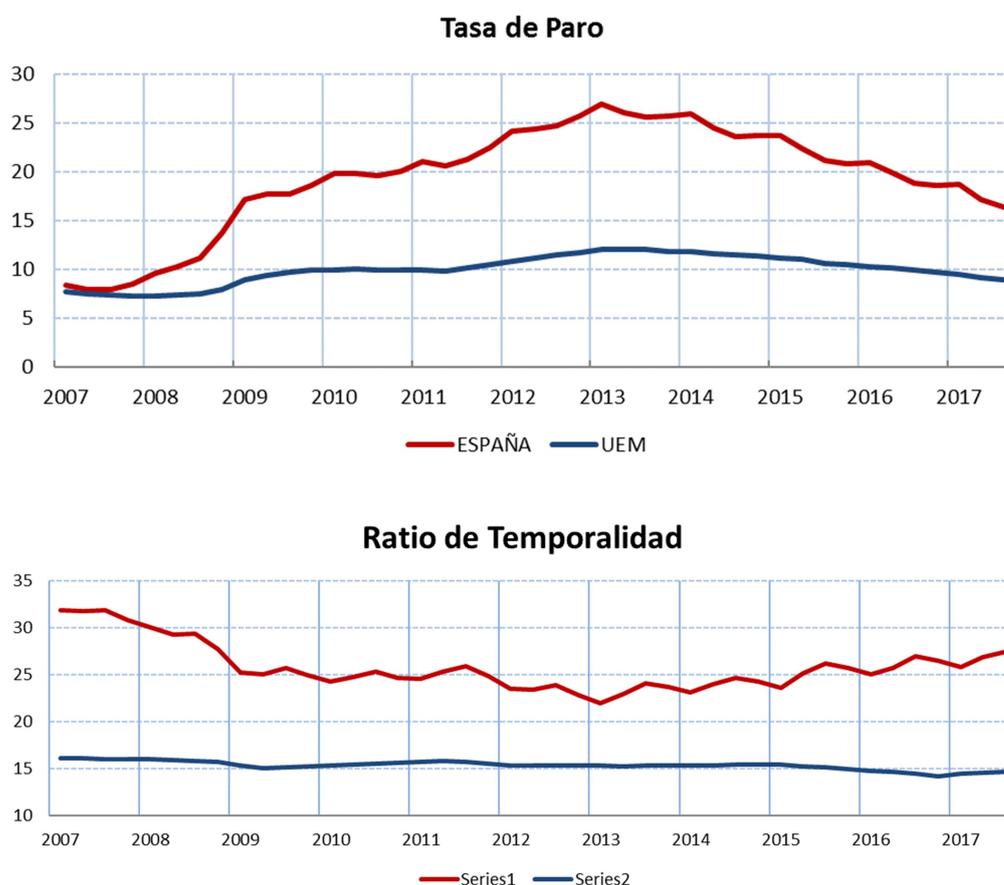
La inversión productiva supuso más de una quinta parte del avance de la renta nacional entre 2014 hasta 2016 (BE, 2017a). Teniendo en cuenta el largo y complicado proceso de desapalancamiento del sector privado no financiero español, es un dato muy destacable. Además, se aprecia en el gráfico 9 una notable diferencia respecto al crecimiento de este componente del PIB de la UEM. El lento crecimiento de esta variable en la zona euro se debe al escaso avance en la formación bruta de capital fijo (BE, 2017a).

3. Las reformas laborales nacionales (además de las medidas de política monetaria) han favorecido el empleo. No obstante, la tasa de paro actualmente aún se encuentra en niveles inaceptablemente altos (16,6% en diciembre de 2017²⁹). Además, disminuir los niveles de empleo temporal en España es uno de los retos de nuestro país para consolidar una subida del empleo que se base en el empleo indefinido.

²⁹ Dato consultado el 25 de enero de 2018 en: <https://www.datosmacro.com/paro-epa/espana?sc=UEPAR->

Desde finales de 2013, la creación de puestos de trabajo temporales ha representado el 54% del total. En concreto, el crecimiento de esta modalidad de empleo alcanzó el 6,8% en 2016, 5 pp más que en el caso del indefinido, lo que refleja, a grandes rasgos, el mantenimiento de la pauta habitual en la economía española durante las recuperaciones cíclicas (BE, 2017a, p.33).

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARO Y RATIO DE TEMPORALIDAD



Fuente: BE (2016)

4. En España mejoró la competitividad española “que engloba la disminución tanto de costes —laborales y financieros— como de precios, en relación con el conjunto del área del euro” (BE, 2016). En 2016, se produjo la primera contribución positiva al PIB del sector exterior desde el inicio de la crisis. La política monetaria influyó en la depreciación del euro, lo que mejoró las ventas de las empresas españolas frente al resto del mundo, disminuyendo el desempleo.

5. Efectos positivos en los mercados.

6. Las condiciones de financiación mejoraron, junto con la demanda de crédito, gracias a los programas de TLTRO, CBPP 3 y ABSPP. Esto aumentó el consumo interno, contribuyendo a la recuperación de la economía española. No obstante, desde

mediados de 2016 (BE, 2017 a), existe una mayor tendencia en nuestro país a sustituir el crédito bancario por la financiación obtenida por otros medios (moneda electrónica, financiación a través de fondos de inversión, emisión de valores de renta fija y variable, protagonista en nuestro país durante esta etapa de recuperación). Tras el anuncio por parte del BCE de la extensión del programa de compra de bonos emitidos por sociedades no financieras en marzo de 2016, se produjo una bajada muy acusada en los tipos de interés de los bonos de las compañías españolas que eran susceptibles de ser comprados por el Eurosistema. Este nuevo acceso a financiación a bajo coste llevó a que se produjeran emisiones de bonos en masa, reduciendo el crédito bancario (Arce, Gimeno y Mayordomo, 2018).

Se trata de un fenómeno de “desintermediación de la financiación” que se ha dado en nuestro país en las “compañías grandes”³⁰ (BE, 2017a, p.61). Lo cierto es que, si bien es un proceso a escala global, en España tuvo mayor impacto que en el resto de la Eurozona, pues el sector bancario ha tenido tradicionalmente una presencia fundamental.

7. Modesta recuperación de los préstamos. Los tipos en las operaciones bancarias españolas con particulares comenzaron a caer en 2014, debido a que la política monetaria consiguió influir en el tramo largo de la curva de tipos de interés gracias a las medidas anunciadas e implementadas.

8. Reavivación del mercado inmobiliario. La transmisión de vivienda ha aumentado en el año 2017 un 18,1% respecto al 2016. Además, los visados de obra nueva han aumentado un 26% en nuestro país, aumentando también la construcción de vivienda nueva destinada al uso residencial un 15% respecto del 2016³¹.

3.2. Efectos sobre el objetivo de estabilidad de precios

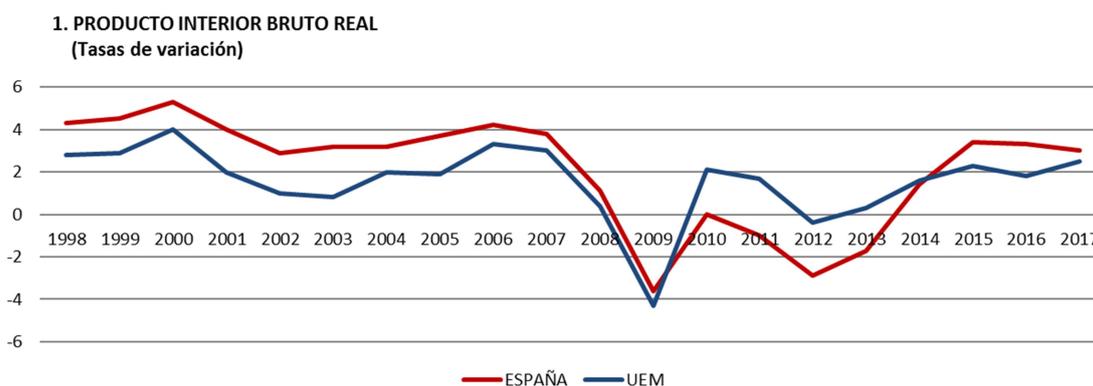
La evolución de la inflación durante los períodos descritos en el apartado anterior se caracteriza por una inflación tendente a la baja durante las crisis económicas de 2008 y 2011, donde estaba próxima al 0% e, incluso, se encontraba en tasa negativas.

³⁰ Es necesario apuntar que aquellas compañías que no son consideradas “grandes” han visto “mantenido o incrementado sus saldos de crédito bancario” (BE, 2017^a, p.67).

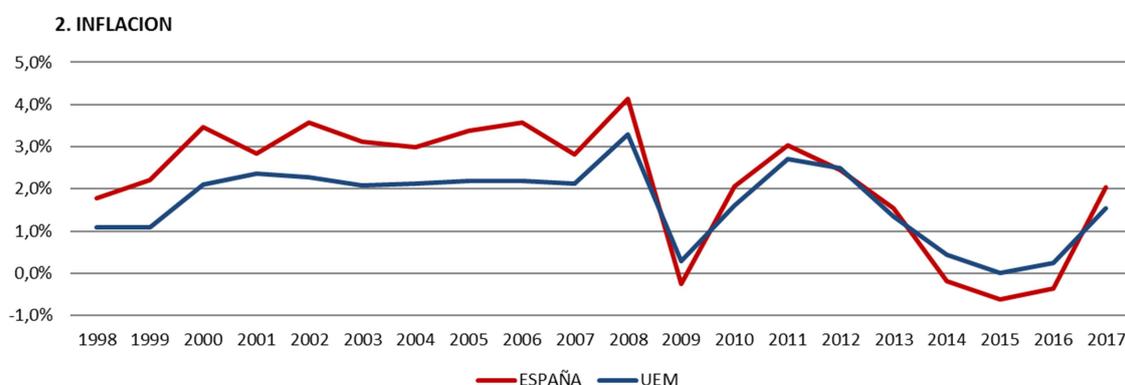
³¹ Datos extraídos el 25 de enero de 2018:

<http://www.elmundo.es/economia/vivienda/2017/11/21/5a140b82ca474189058b45e4.html>

GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DEL PIB EN EL PERÍODO RECIENTE



Fuente: Elaboración propia con datos del BE



Fuente: Elaboración propia con datos del INE y del BE

Durante la brevísima recuperación de finales de 2010 y principios de 2011 el nivel generalizado de precios volvió a crecer, por encima incluso del 2%. De hecho, a la vista de estos datos, el BCE decidió hacer la subida de tipos explicada en el apartado anterior, la cual tuvo que retirar ante las tensiones en los mercados de deuda soberana.

Con la etapa de recrudescimiento de la crisis, los niveles de inflación volvieron a descender a los niveles de las recesiones anteriores. El período de recuperación se caracteriza por la implantación por parte del BCE de medidas de política monetaria muy expansivas llamadas a empujar la inflación al alza. A pesar de la existencia de ciertas resistencias, se va produciendo una lenta recuperación de este indicador desde el año 2015 hasta la actualidad. De hecho, el 2017 cerró con una tasa de inflación en la zona euro de 1,4%³². No obstante, no es el mejor valor del período, habiéndose alcanzado un máximo de 1,8% en septiembre de ese mismo año³³.

³² Datos extraídos el 27 de enero de 2018: <https://www.datosmacro.com/ipca/zona-euro>

³³ Datos extraídos el 27 de enero de 2018:

<http://www.expansion.com/economia/2017/10/17/59e5ca1f268e3e94478b4647.html>

Que la inflación haya seguido esta evolución trae causa (entre otras) de la alta tasa de desempleo que vivieron tanto España como la UE (siendo la situación en nuestro país más grave que en la zona euro). En palabras del periodista Joan Palacín Coll³⁴:

Tendríamos que recurrir a la curva de Phillips³⁵ para encontrar una explicación [a la baja inflación]. En la citada curva a corto plazo, se puede comprobar que una baja tasa de desempleo da lugar a una alta inflación. Y a la inversa, una alta tasa de desempleo trae consigo una baja inflación. El desempleo en la eurozona no es, precisamente, bajo; por lo cual la inflación es tan baja. Si a esto añadimos el bajo consumo, producto de los bajos salarios y del trabajo precario, la baja inflación sería la consecuencia de todo ello.

Otro factor que explica la persistencia a la baja de la inflación de este período es³⁶ la bajada de los precios del petróleo y la energía. Este es el componente volátil de la demanda, siendo la llamada inflación subyacente la que refleja el ritmo del componente constante o no volátil: la demanda interna. De hecho, esta débil demanda interna es la principal causante de la depresión de la inflación en épocas de recesión. Los precios no aumentan dado que no hay consumo.

Para Santiago Carbó, catedrático de Economía de la Bangor University (Reino Unido) e investigador de Funcas, cuyas declaraciones han sido recogidas por Expansión (véase nota al pie 33):

que las expectativas de inflación sean reducidas lanza señales de incertidumbre sobre la economía que no son del gusto de los inversores porque sugieren un posible retraso en la corrección de algunos de los desequilibrios macroeconómicos existentes y avanzan una cierta retracción del consumo.

El peligro de la baja inflación es que puede derivar en deflación, la cual tiene consecuencias pésimas para la economía. Por ejemplo, dado el proceso de desapalancamiento en el que está inmerso España, la deflación traería como consecuencia que, en términos reales, se encareciera la deuda, pues se estaría pagando un tipo de interés por el préstamo mucho mayor que el nivel general de precios de la economía.

³⁴ Artículo consultado el 27 de enero de 2018:

https://elpais.com/elpais/2017/09/23/opinion/1506176300_284651.html

³⁵ Consultado el 27 de enero de 2018: <http://www.ugr.es/~julianalbertodiaz/teaching/Phillips.pdf>

En 1958 el economista A. W. Phillips, publicó en la revista *Economica* un artículo llamado "La relación entre el desempleo y la tasa de variación de los salarios monetarios en el Reino Unido". Este artículo defendió la existencia de una correlación negativa entre la tasa de paro y el nivel de los salarios. Más adelante, en 1960, Paul Samuelson y Robert Solow publican en la revista *American Economic Review* un artículo llamado "El problema de lograr y mantener un nivel de precios estable: Aspectos analíticos de la política anti-inflacionaria". Este artículo realiza un análisis cuantitativo que lleva a unos resultados parecidos a los publicados por Phillips en 1958: al igual que existe una correlación negativa entre el nivel de salarios y la tasa de desempleo, existe una correlación negativa entre el nivel general de precios de la economía y la tasa de desempleo. La curva que se extrae, fruto de comparar estas dos últimas variables se denomina Curva de Phillips.

³⁶ Consultado el 17 de enero de 2018:

<http://www.expansion.com/2014/02/19/economia/1392811048.html>

Por otro lado, el diario Expansión también recoge el punto de vista de Joaquín Maudos, catedrático de análisis económico de la Universidad de Valencia e investigador del Ivie. Este economista mantiene que la solución al problema planteado por Carbó es la fluidez crediticia para dinamizar la demanda interna. Es decir, Maudos mantiene que la mejor línea de acción es tratar de controlar el componente no volátil de la inflación a través de procurar una excelente transmisión del crédito. En referencia a esto, BBVA Research mantiene que la utilización de una política monetaria expansiva por parte del Eurosistema traerá fluidez al crédito e influirá en las expectativas de los inversores.

Es por esta razón que Draghi continuó durante la etapa de recuperación con una política monetaria expansiva con el fin de incrementar la demanda agregada y mejorar la fluidez del crédito:

1. Medidas de *forward guidance*, para tratar de controlar el canal de las expectativas. Se anunciaron bajadas de tipos, nuevos programas y el BCE comenzó a publicar en 2014 las reseñas de discusión de política monetaria (BE, 2015).

2. Bajadas de tipos de interés, hasta prácticamente agotar las posibilidades de reducción adicionales. Se llegó en 2016 a (BCE 2017a):

- a. Las Operaciones Principales de Financiación se redujeron hasta el 0%
- b. Las facilidades de crédito alcanzaron el 0,25%
- c. Las facilidades permanentes de depósito llegan a situarse en el -0,4%

3. En 2014 se adoptó el programa de financiación a más largo plazo de hasta 4 años de duración (TLTRO), explicado en el apartado anterior. Como complemento, también en 2014 se adoptaron los programas de compras de valores (CBPP 3 y ABSPP), también explicados en el apartado anterior (BE, 2015).

Adicionalmente, para aumentar la efectividad y el anclaje de las expectativas en 2015 (BE, 2016) se aprobó la adquisición mensual de bonos soberanos y privados por valor de 60 millones hasta que la inflación retorne a su objetivo. En 2016 esta cifra aumenta hasta 80 millones de euros (BE, 2017a). Además, a mediados de 2015 se redujeron aún más los tipos, se anunció un nuevo programa de compra de bonos corporativos (CBSPP) y se amplió la duración del programa TLTRO, llegando en 2016 a anunciar el TLTRO II. Este programa, de iguales características que el anterior, incorporaba la novedad de que incluye la posibilidad de reducir aún más los tipos, siendo el máximo reducible el tipo oficial de las facilidades de depósito aprobado en ese momento (BE, 2017a). El BCE señaló que este último programa de compra de activos se extendería hasta diciembre de 2017.

Los efectos de estas medidas pueden individualizarse:

1. Eficiencia del TLTRO.

Las dos primeras subastas celebradas al amparo de este programa tuvieron poco éxito. Por ello, se decide aprobar, como apoyo, los demás programas de compra de bonos enumerados en los apartados anteriores (BE, 2016). Aunando todos estos esfuerzos, consiguió levantarse el ritmo de crecimiento de la inflación.

2. Anuncio del programa CBSPP.

El anuncio de este programa contribuyó a la reactivación del mercado primario de emisión de renta fija, por el bajo coste de emisión de deuda. Además, impulsó la redistribución del crédito bancario, pasando a dirigirse éste a las sociedades no financieras que no podían financiarse vía renta fija, como las pymes en España (BE, 2017a).

3. Eficiencia de la ampliación del programa de compra de bonos del BCE. Verdaderamente, fue la medida más efectiva, pues aumentó el consumo privado al incrementarse la confianza de los inversores en un retorno con unos niveles de inflación en línea con los objetivos del BCE. Al crecer el consumo privado, la demanda interna al aumentó también (BE, 2016).

La evolución explicada en este apartado indica que las medidas de política monetaria están consiguiendo de manera progresiva el objetivo del BCE. No obstante, constituye un reto para la eurozona mantener un nivel de precios que se mantenga constante en el objetivo del BCE.

4. CONCLUSIONES

El BCE juega un papel fundamental en las decisiones de inversión y financiación de los agentes que participan en la economía. Es por esto por lo que la política monetaria del BCE es uno de los pilares fundamentales que conforman la Unión Monetaria Europea. A través de ella, el BCE trata de mantener la estabilidad de precios en un porcentaje cercano al 2%. La variable que, por tanto, trata de controlarse es la inflación o Índice de Precios al Consumo Armonizado para todos los estados miembros del Eurosistema.

Que se haya escogido controlar esta variable y no otra no es casual, sino que responde a una motivación: este indicador a medio y largo plazo es un fenómeno monetario, reflejo fiel de la actividad económica. Si esta última crece significa que los componentes de la demanda nacional crecen a la vez, produciéndose, por tanto, un aumento general del nivel de precios en el medio y largo plazo. Ocurrirá lo contrario en períodos de desaceleración y recesión económica. No obstante, la historia económica reciente de nuestro país demuestra que, aunque una economía esté en vías de recuperación, la inflación puede manifestar resistencias a aumentar de acuerdo con ese ritmo de recuperación.

Esto se debe a que nuestro sistema financiero es fiduciario, es decir, se basa esencialmente en la confianza de sus agentes. Cada hecho económico (ya sea la prima de riesgo de un estado o un anuncio del BCE) genera unas expectativas. Si éstas no son favorables, la actividad económica y crediticia se paraliza y, aunque el Banco Central inyecte liquidez sin límites, la actividad económica, el crédito y, por ende, la inflación, no repuntarán.

El BCE cuenta con diversos instrumentos de política monetaria para controlar la inflación. Hasta la crisis de Lehman Brothers de 2008 se habían empleado las medidas convencionales, a saber, el mantenimiento de reservas mínimas, operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes de depósito y facilidades permanentes de crédito. No obstante, la crisis de confianza mundial que genera la quiebra de esta firma americana colapsó el mercado interbancario, de manera que las medidas convencionales dejaron de ser efectivas.

Es por ello por lo que el BCE decidió seguir el ejemplo de otros bancos centrales y comenzó a aplicar medidas no convencionales, las cuales siguieron dos vías: inyección ilimitada de liquidez a través de modificaciones en las medidas convencionales y posicionamiento del BCE como prestamista de última instancia para suplir al mercado interbancario.

Como puede verse, algo intangible y subjetivo como es la confianza de los agentes puede generar recesiones de las que se tarde años en salir. Esto fue lo que ocurrió con las dos recesiones que asolaron Europa en 2008 y 2011, las cuales tuvieron tremenda repercusión en nuestro país. Ambas crisis se desencadenaron por la desaparición de la confianza de los agentes.

En España, antes de 2008, se vivía un período de expansión económica que se caracterizaba por el crecimiento desmedido del mercado inmobiliario y del mercado

monetario para financiar la construcción de vivienda y su posterior adquisición por particulares. La confianza en que este sistema iba a seguir creciendo impulsó a un crecimiento desmedido y desequilibrado (fenómeno de la profecía autocumplida). La política monetaria inyectaba más liquidez que la que la economía necesitaba, por lo que se gestaron los profundos desequilibrios que ha ido arrastrando la economía española hasta nuestros días: la caída del sector inmobiliario y el endeudamiento desmedido.

El mercado no se esperaba una subida de tipos el 9 de julio de 2008. Esta subida fue el inicio de la recesión inmobiliaria en nuestro país. Como se ha explicado antes, el mercado interbancario dejó de funcionar por la falta de confianza en las entidades de crédito. El BCE aplicó medidas de política monetaria no convencionales que ayudaron a minimizar los efectos de un deteriorado sector financiero (tanto europeo como español) pero, por sí mismas, no fueron suficiente para devolver la confianza perdida en el sistema bancario. Es por ello por lo que el Eurosistema decidió entrar en el mercado como inversor, para comprar activos financieros, actuando como ente de contrapartida para disminuir la percepción de riesgo de los agentes (canal de expectativas).

Esta actuación por parte del BCE se mantuvo durante la crisis de deuda soberana de 2011 y sigue hasta nuestros días. El período de recesión de 2010-2011 se caracterizó por la fragmentación del mercado de capitales intracomunitario como consecuencia de la falta de confianza de los inversores en la zona euro, la cual se manifestó con más intensidad en nuestro país. Además, muchas entidades de crédito españolas se encontraban en riesgo de suspensión de pagos debido a la alta morosidad crediticia que había provocado la elevada tasa de desempleo. Así, las crisis de deuda soberana y financiera se retroalimentaban sin fin. Las medidas fiscales nacionales y de política monetaria trataban de romper este vínculo malicioso para evitar más rescates a la banca, como había ocurrido con el caso Bankia.

En 2014 las medidas del BCE comenzaron a surtir efecto, marcando el inicio de la senda de recuperación en la que hoy nos encontramos. Se produjo un proceso de flexibilización de las condiciones crediticias y de acceso a financiación debido a la mejora de la confianza de los agentes en la economía española. Esto aumentó la demanda interna e impulsó el mercado de trabajo de la mano del incremento de la inversión empresarial.

Paralelamente a la fase de recuperación, nuestro país se vió inmerso desde finales de 2009 en un largo y difícil proceso de desapalancamiento del sector privado, que todavía continúa. Esto significa que la economía española es muy vulnerable a subidas de tipo de interés por parte del BCE. Del comportamiento del BCE a lo largo de estos años se infiere que se mantendrá el tono expansivo de la política monetaria hasta que se consigan dos objetivos:

1. Recuperar la operatividad y la eficiencia del canal crediticio
2. Mantener de manera consistente la inflación en el objetivo, en torno al 2%

Como se ha explicado en este documento, el primer objetivo ya se ha conseguido. En cuanto al segundo, la inflación no se mantiene fija de manera consistente en el objetivo,

pero cada vez se acerca más. Por ejemplo, 2017 cerró con una inflación armonizada del 1,4%, llegando en septiembre de ese mismo año al 1,8%.

Esto, que es una buena noticia para Europa, pues supondría alinearse con la Reserva Federal en términos de política monetaria, podría ser tremendamente perjudicial para nuestro país, pudiéndose generar una nueva crisis financiera. España ha de encontrar una manera de disminuir lo antes posible el desendeudamiento del sector privado, pero sin caer en el riesgo de desapalancamiento acelerado, el cual también sería perjudicial, pues supondría deshacerse de financiación necesaria para acometer proyectos de inversión.

Referencias:

Arce, O, Gimeno, R & Mayordomo, S (2018). *Los efectos del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema sobre las empresas españolas*, Boletín Económico 1/18, artículos analíticos, Banco de España.

Banco Central Europeo (1998). La política monetaria única en la tercera etapa. *Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*, septiembre.

Banco Central Europeo (2008). La aplicación de la política monetaria en la zona del euro, *Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*, noviembre.

Banco Central Europeo (2011). La política monetaria del BCE, *Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*.

Banco de España (2009): Informe Anual de 2008.

Banco de España (2010): Informe Anual de 2009.

Banco de España (2011): Informe Anual de 2010.

Banco de España (2013): Informe Anual de 2012.

Banco de España (2014): Informe Anual de 2013.

Banco de España (2015): Informe Anual de 2014.

Banco de España (2016): Informe Anual de 2015.

Banco de España (2017a): Informe Anual de 2016.

Banco de España (2017b): Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014. *Otras publicaciones*.

Blanchard, O., Amighini, A. y Giavazzi, F. (2012). *Macroeconomía*. 5ª edición. Prentice-Hall.

Calvo, A., Parejo, J. A., Rodríguez, L., & Cuervo, A. (2012). *Manual del sistema financiero español*.

Esteve García, V., & Prats Albentosa, M. A. (2007). El mecanismo de transmisión de la política monetaria en la economía española y en el conjunto de la UEM, pp. 31-55.

Esteve, V., & Prats, M. (2011). La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional. *Revista Principios*, 19, pp. 5-34.

González-Páramo, J. M. (2012). La gestión del Banco Central Europeo ante la crisis. *Revista de economía mundial*, (30), pp. 83-102.

Keynes, J. M. (2014). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de cultura económica. (Obra original publicada en 1936).

Manzano, D.& Valero, F. J. (2015). *Guía del sistema financiero español*. Confederación española de cajas de ahorros; Analistas financieros internacionales.

Mies, V., Morandé, F., & Tapia, M. (2002). *Política monetaria y mecanismos de transmisión: nuevos elementos para una vieja discusión*. Central Bank of Chile.

Moral Bello (2014). *Mercados Financieros*. International Technical & Financial Institute, Madrid

URL consultadas:

Consultada el 5 de octubre de 2017 en:

https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/estrategia/La_estrategia_del_BCE.html

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.es.html>

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.es.html>

Consultado el 6 de octubre de 2017:

https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html

Consultado el 7 de octubre de 2017:

https://www.bde.es/clientebanca/es/areas/Productos_Bancar/Deposito_a_la_vi/Otros_productos_/Las_operaciones_/

<https://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioPolt/indexO.html>

https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.es.html

https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html

Consultado el 17 de enero de 2018:

<http://www.expansion.com/2014/02/19/economia/1392811048.html>

Consultado el 19 de enero de 2018 en:

https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/politica/Como_actua_la_po/Como_actua_la_po_1e660642abac821.html

Consultado el 22 de enero de 2018:

<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/asset-purchase.en.html>

Consultado el 23 de enero de 2018:

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T1/Fich/beaa1801-art2.pdf>

Consultado el 25 de enero de 2018:

<http://www.elmundo.es/economia/vivienda/2017/11/21/5a140b82ca474189058b45e4.html>

Consultado el 27 de enero de 2018:

<http://www.expansion.com/economia/2017/10/17/59e5ca1f268e3e94478b4647.html>

https://elpais.com/elpais/2017/09/23/opinion/1506176300_284651.html

<http://www.ugr.es/~julianalbertodiaz/teaching/Phillips.pdf>