



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Autor: Jerónimo Luque González
Director: Alberto Colino Fernández

Madrid
Marzo, 2015

Jerónimo
Luque
González

**EFFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SOBRE LA
ECONOMÍA ESPAÑOLA**



ÍNDICE.....	1
RESUMEN DEL TRABAJO.....	3
1. INTRODUCCIÓN.....	4 - 6
2. POLÍTICA MONETARIA.....	6 - 15
2.1 Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria	
2.2 Objetivos e Instrumentos de la Política Monetaria del BCE	
3. EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA EN ESPAÑA.....	15 - 20
4. DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA Y SU EFECTO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y EUROPEA.....	20 - 42
4.1 Decisiones de Política Monetaria	
4.2 Política Monetaria y Tipos de Interés	
4.3 Tipos de interés y tipo de cambio	
4.4 Financiación del Estado (Deuda Pública)	
4.5 Financiación de la Economía Real	
4.5.1. Análisis de la Financiación a Particulares	
4.5.2. Análisis de la Financiación a Empresas	
5. CONCLUSIONES.....	42 - 43
6. BIBLIOGRAFÍA.....	44 - 45
7. ANEXOS.....	46 - 47
ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS.....	1 - 2
Gráfico 1: Mecanismos de transmisión de la política monetaria.....	8
Gráfico 2: Evolución de los tipos de interés oficiales.....	25
Gráfico 3: Evolución del spread de tipos de interés y del PIB.....	27
Gráfico 4: Evolución de los tipos de interés y de cambio.....	28
Gráfico 5: Deuda pública por contraparte.....	30

Gráfico 6: Evolución prima de riesgo.....	31
Gráfico 7: Variación saldos inversión crediticia.....	33
Gráfico 8: Variación criterios de concesión de préstamos.....	34
Tabla 1: Causas de cambio en los criterios de aprobación de préstamos.....	35
Tabla 2: Cambios en las condiciones aplicables a los préstamos a hogares.....	35
Gráfico 9: Incremento/Disminución de la demanda de crédito de las familias.....	36
Tabla 3: Cambios en la demanda de préstamos a hogares.....	37
Gráfico 10: Cambios de criterios de aprobación de préstamos.....	38
Tabla 4: Factores que generan el cambio en los criterios de concesión de préstamos/créditos.....	39
Tabla 5: Cambios en las condiciones aplicables a sociedades no financieras.....	40
Tabla 6: Cambios en la demanda de préstamos/créditos.....	41
Tabla 7: Causas de los cambios en la demanda de préstamos/créditos.....	41

Resumen del trabajo

El objetivo principal de este trabajo es explicar si las medidas de política monetaria tomadas por el Banco Central Europeo desde 2007 han tenido el efecto deseado en la economía de España. Los resultados del trabajo indican que estas medidas no han llegado a la economía real debido en mayor parte a la desconfianza tanto de las empresas y consumidores como de las entidades bancarias, que han endurecido las condiciones para dar préstamos y han reducido el canal del crédito. Por otra parte, las últimas medidas que ha tomado el Banco Central Europeo para aportar liquidez al mercado con las Targeted Longer-Term Refinancing Operations, que se traducen en préstamos de dinero a los bancos con la condición de que lleguen a consumidores y empresas deben hacer que la economía española crezca porque como podemos ver más adelante, la confianza está volviendo a los bancos, a empresas y a consumidores desde 2014.

Palabras clave: política monetaria, mecanismos de transmisión, BCE, BDE.

Abstract

The main goal of this work is to explain whether the monetary policy measures taken by the European Central Bank since 2007 have had the desired effect on Spain's economy. The results of this work indicate that these measures have not influenced the real economy mostly due to the distrust from companies and consumers as from the banks that have hardened the conditions to give loan and have reduced the credit channel. On the other hand, the last measures that the European Central Bank has taken to contribute liquidity to the market through the Targeted Longer-Term Refinancing Operations, which are money loans to the banks with the condition that they reach customers and companies would make the Spanish economy to grow because, as we can see further ahead, the trust is coming back to the banks, companies and consumers since 2014.

Keywords: monetary policy, transmission mechanisms, ECB, BDE.

1. INTRODUCCION

El propósito general de la investigación es el análisis en profundidad de los efectos que la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (en adelante, BCE) ha tenido sobre la economía española desde el comienzo de la crisis hasta la actualidad. Se tratará de explicar cómo distintos hechos que nacen con la crisis financiera de 2008 y sobre todo, la crisis de deuda soberana europea, han llevado al BCE a imponer políticas monetarias expansivas, tanto convencionales como no, con el objeto de equilibrar la inestable economía europea, así como de alejar la deflación de los países que conforman la Unión Europea (en adelante, UE) e intentar impulsar el crecimiento de la inversión crediticia.

Considero este tema como muy importante y de un gran interés ya que las decisiones de política monetaria tienen una gran repercusión en la economía, afectan a la oferta de crédito, condicionan las decisiones de ahorro e inversión de los distintos agentes, afectan a los tipos de cambio de moneda e inciden en la fijación de precios. Además, observando diversos indicadores económicos como el PIB, que está creciendo, y la tasa de paro, que está disminuyendo, personalmente veo necesario averiguar si éstas medidas, que están pensadas para todos los países que conforman la Eurozona, han influenciado positiva o negativamente a la economía española, mediante un análisis en profundidad de las mismas así como de sus efectos.

La caída del banco Lehman Brothers en Septiembre de 2008 y el estallido de la crisis de hipotecas basura (o subprime en EE.UU.), marcan el inicio de una crisis económica y financiera de la que ahora parece que estamos comenzando a salir. La economía española entra en recesión, debido en gran medida al incremento de los créditos a la construcción en los años anteriores gracias a políticas económicas expansivas y de bajos tipos de interés (ZURITA, 2014). Por otra parte, según el Informe de Estabilidad Financiera publicado por el Banco de España en Noviembre de 2011, en dicho ejercicio se incrementa la crisis financiera en España debido en gran medida al agravamiento de la crisis de deuda soberana en la UE, junto con las dificultades de financiación de las entidades bancarias y el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico.

No es hasta el tercer trimestre de 2013 que la economía española sale de la recesión, con el producto interior bruto (en adelante, PIB) subiendo un 0,1%. Así se llega al 2014, año en el que el BCE impone unas directrices determinadas con el objetivo de evitar que haya deflación y de alejar una nueva crisis en la Eurozona. De este modo, el BCE va bajando los tipos de interés hasta que el 4 de septiembre anuncia el mínimo histórico del 0,05%, así como medidas de compra de activos respaldados por valores (en inglés, Asset Backed Securities) y un interés negativo de -0,20% aplicable a los bancos que guarden sus reservas en el BCE (según una noticia aparecida en el diario El País, el 4 de septiembre de 2014).

La economía española, tras los fuertes ajustes realizados por el gobierno, está empezando a despegar después de varios años de crisis. El PIB se espera que crezca en 2014 un 1,4% (Banco de España, marzo 2015), superior al crecimiento interanual esperado del PIB europeo de un 0,9% (Banco de España, marzo 2015).

La política monetaria de la Eurozona tiene una gran influencia en la economía española, ya que es el BCE el único con la potestad de emitir billetes y proveer reservas bancarias. De esta manera, el BCE influye en las condiciones del mercado monetario y controla los tipos de interés a corto plazo, al ser el monopolista de la oferta monetaria (BCE, 2011,1:59). Las variaciones de los tipos de interés ponen en marcha una serie de mecanismos que tienen una gran influencia en los diferentes agentes económicos, así como en la evolución de variables económicas como los precios, el producto, la inversión, etc. Hasta la entrada de España en el Euro estas atribuciones, junto al resto de la política monetaria, correspondían al Banco de España, que las usaba en función de las necesidades económicas de cada momento, sin embargo, con la adopción de la moneda única España renunció a actuar sobre los tipos de interés, delegando esta potestad en el BCE, cuyas decisiones se toman en función de las necesidades de la Eurozona en su conjunto.

Las medidas de política monetaria instrumentadas por el BCE en estos años de crisis revisten un gran interés ya que estas decisiones tienen una gran repercusión en la economía, afectan a la oferta de crédito, condicionan las decisiones de ahorro e inversión de los distintos agentes, afectan a los tipos de cambio de moneda e inciden en la fijación de precios. Además, observando diversos indicadores económicos como el PIB, que está creciendo, y la tasa de paro, que está disminuyendo, personalmente veo necesario averiguar si éstas medidas, que están pensadas para todos los países que conforman la Eurozona, han influenciado positiva o negativamente a la economía española, mediante un análisis en profundidad de las mismas así como de sus

efectos, ya que, la asimetría existente entre los diferentes estados que conforman la eurozona hace que las mismas medidas tengan efectos diferentes en unos estados que en otros.

El presente trabajo se estructura, de manera principal, en torno a tres grandes bloques, cuyo análisis debería proporcionarnos la base suficiente para poder concluir con nuestra opinión sobre los efectos de la política monetaria del BCE en la economía nacional. En el primer bloque se aborda el marco teórico de la política monetaria, tanto desde el punto de vista conceptual y de sus objetivos, como de las herramientas con las que cuenta para conseguir los primeros. Tras este análisis se lleva a cabo un estudio de la evolución de la economía en nuestro país en el período de referencia (2007-2014), evolución que, por una parte ha influido en la política monetaria del BCE y por otro lado ha sido en fruto de ésta. Una vez concluido este análisis se estudian las diferentes medidas de política monetaria que ha tomado el BCE y su efecto en la economía española, para lo que se sigue como esquema de análisis el gráfico 1, sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria. El apartado de análisis concluye con el estudio de la encuesta sobre préstamos bancarios en España, cuyo estudio debería ayudarnos a desvelar las causas por las que, si bien los tipos de interés han estado en niveles históricamente bajos, esto no se ha convertido en incrementos de la inversión de las empresas y el consumo de las familias, determinando qué razones, además de las estrictamente de política monetaria, influyen en la oferta y demanda de crédito por parte de entidades financieras, familias y empresas.

2. POLITICA MONETARIA

La política monetaria es una herramienta esencial para conseguir un crecimiento estable de la economía, ya que la oferta monetaria afecta, no solo a la tasa de inflación y los tipos de interés, sino a variables como el desempleo, la inversión crediticia, el crecimiento del producto interior bruto, etc.

Los Doctores Samuelson y Nordhaus (Samuelson Paul, 2010) explicitan de una manera breve el concepto de política monetaria atendiendo a las labores que desarrolla la Reserva Federal norteamericana: “El objetivo central de la Reserva Federal es mantener baja y estable la inflación. También trata de impulsar el crecimiento continuo de la producción nacional, bajo desempleo y mercados

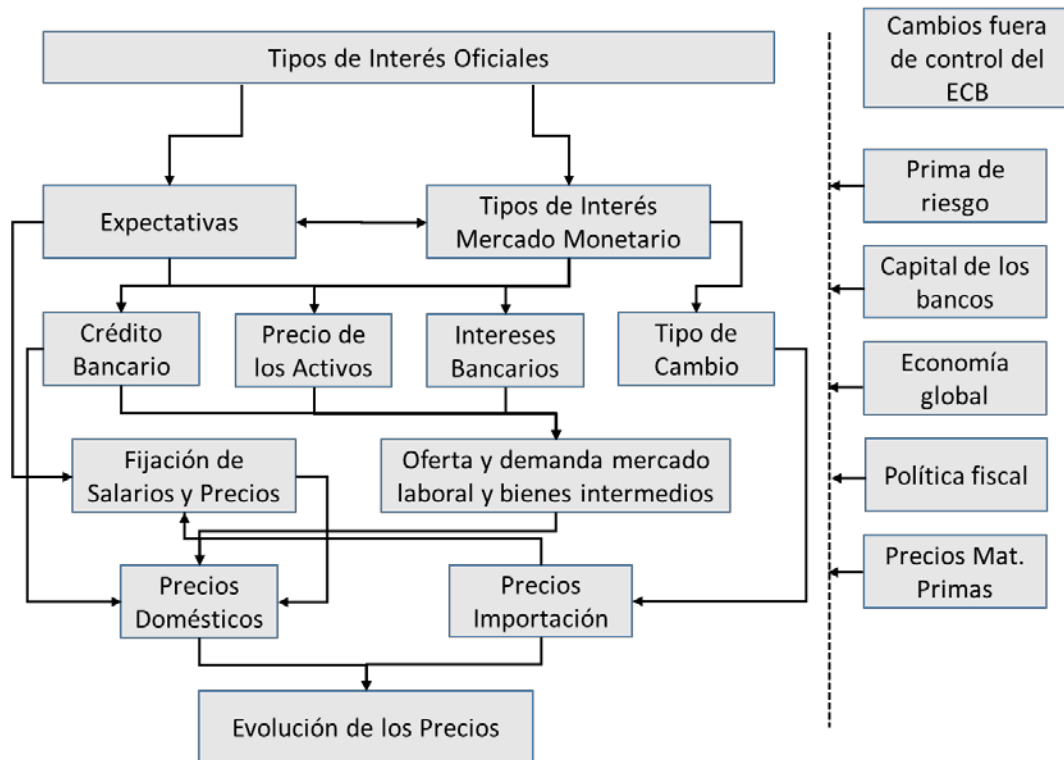
financieros ordenados. Si la producción crece con rapidez y aumenta la inflación, es probable que el Federal Reserve Board aumente las tasas de interés, y con ello ponga un freno a la economía y se reduzcan las presiones sobre los precios. Si la economía es perezosa y el comercio languidece, la Fed puede considerar bajar las tasas de interés, movimiento que impulsará la demanda agregada, aumentará la producción y reducirá el desempleo”.

La definición que nos ofrece el Banco de España concuerda, en líneas generales, con la que nos proporcionan los Doctores Samuelson y Nordhaus. Tal y como aparece en su página web (Banco de España, 2015) comprende el “Conjunto de acciones que llevan a cabo los bancos centrales dirigidas a controlar los tipos de interés y la cantidad de dinero, con la finalidad de influir en las condiciones financieras de una economía y alcanzar determinados objetivos. En las economías desarrolladas, el objetivo de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios”. En los países de la Unión Europea que han accedido a la Unión Económica y Monetaria y que, por tanto, tienen el Euro como moneda común es el Banco Central Europeo, y dentro de este su Consejo de Gobierno, el órgano rector de más alto poder decisorio del Eurosistema, y toma las decisiones de política monetaria en función de la situación del conjunto de la zona del Euro.

2.1. Mecanismos de transmisión de la política monetaria

En el gráfico 1 podemos observar los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria, vemos como una alteración de los tipos de interés afecta, en última instancia, a la estabilidad de precios pero, en el camino hay un número importante de variables económicas que se ven afectadas por las alteraciones de los tipos de interés oficiales. El modo como se produce esta transmisión, de la que el desencadenante son los cambios en los tipos de interés oficiales se describe a continuación:

Gráfico 1: Mecanismos de transmisión de la política monetaria
Fuente: BCE y elaboración propia



El Banco Central fija las tasas de interés oficiales. Comoquiera que el BCE tiene el monopolio sobre la emisión de dinero, es el único facultado para determinar el tipo de interés al que proporciona fondos al sistema bancario. Las alteraciones de este tipo de interés afectan, de manera directa o indirecta a:

1. Las tasas de interés del mercado monetario: El cambio en los tipos de interés oficiales afecta directamente a las tasas de interés del mercado monetario y, de forma indirecta, a las tasas de interés activas y pasivas, que los bancos aplican a sus clientes.
2. Las expectativas: Las expectativas de cambios futuros oficiales de tipos de interés afectan a las tasas de interés a medio y largo plazo. En particular, las tasas de interés a largo plazo dependen en gran medida de las expectativas del mercado sobre la evolución futura de los tipos a corto plazo.
La política monetaria también influye en las expectativas de inflación futura y por lo tanto en la evolución de los precios, condicionando las decisiones en esta materia de los diferentes agentes económicos.
3. Los precios de los activos: Los cambios en las condiciones de financiación de la economía y en las expectativas del mercado que dependan de medidas de política monetaria pueden llevar a ajustes en los precios de los activos.

4. El tipo de cambio: Los cambios en el tipo interés afectan al tipo de cambio, y esto puede afectar directamente a la tasa de inflación, como ocurre con el precio de las importaciones de petróleo, cuyo precio se fija en dólares, por lo que su coste se ve influenciado entre otros factores, por el tipo de cambio de nuestra divisa frente a la americana.
5. Oferta de crédito: Unos tipos de interés más elevados incrementan el esfuerzo de empresas y particulares para sufragar los gastos financieros derivados de las operaciones a crédito, llevando a los bancos a ser más restrictivos en su política crediticia. Un incremento importante de los tipos de interés puede, por tanto, reducir el consumo y la inversión de los hogares y las empresas, respectivamente. Por otra parte, los cambios en los tipos de interés afectan el costo marginal de los bancos para la obtención de financiación externa, si bien lo hacen de manera asimétrica, dependiendo de los recursos propios o la calificación del banco. Este canal es particularmente relevante en los malos momentos, como una crisis financiera, cuando el capital es escaso y los bancos con peores calificaciones tienen más dificultades para obtener capital y, por tanto, prestar a sus clientes.

Además de los efectos sobre el canal del crédito bancario tradicional, que se centra en la cantidad de préstamos suministrados, existe otra vía por la que los tipos de interés afectan a la oferta de préstamos, relacionada con la asunción de riesgos por parte de las entidades que opera, principalmente, mediante dos mecanismos: En primer lugar, bajas tasas de interés aumentan los valores de activos y colaterales, incremento que suele venir acompañado con la creencia de que el aumento de valor de los activos es sostenible, lo que lleva a los prestatarios y a los bancos a aceptar mayores riesgos. En segundo lugar, las tasas de interés bajas hacen que los activos de riesgo tengan un mayor atractivo, debido a que son más rentables. En el caso de los bancos, estos dos efectos generalmente se traducen en un relajamiento de los estándares de crédito, que puede conducir a un aumento excesivo de la oferta de préstamos¹.

6. Decisiones de ahorro e inversión: Los cambios en los tipos de interés afectan a las decisiones de ahorro e inversión de los hogares y las empresas. Por ejemplo, unos tipos de interés más altos hacen que sea menos atractivo tomar dinero prestado para compras de consumo (salen más caros) o inversión (el VAN disminuye y la TIR exigida a las inversiones se incrementa).

¹ Este efecto es uno de los desencadenantes de la burbuja inmobiliaria española que concluyó de manera drástica con la crisis de 2008 (Naredo, 2010).

Además, el consumo y la inversión también se ven afectados por los movimientos en los precios de los activos a través de los efectos riqueza y los efectos sobre el valor de la garantía. Por ejemplo, al bajar los tipos de interés suelen subir las acciones, con lo que los hogares que las poseen se enriquecen y pueden optar por aumentar su consumo. Por el contrario, cuando las cotizaciones bursátiles caen, el efecto riqueza es menor, afectando al consumo.

7. Cambios en la demanda agregada y precios: Los cambios en el consumo y la inversión cambian la demanda interna de bienes y servicios en relación con la oferta interna. Cuando la demanda supera a la oferta, es probable que se produzca la presión alcista de los precios. Además, los cambios en la demanda agregada pueden traducirse en condiciones más restrictivas o expansivas en los mercados de trabajo y productos intermedios. Esto a su vez puede afectar el precio y la fijación de salarios en el mercado respectivo

En el gráfico anterior solamente se consideran los efectos de la alteración de los tipos de interés oficiales, sin embargo, en los últimos años, como veremos a lo largo de este trabajo, han tomado especial relevancia las operaciones de política monetaria no convencionales, especialmente aquellas conocidas como de Expansión Cuantitativa, o “Quantitative Easing” en su acepción inglesa que tan profusamente han usado los bancos centrales de Japón, Estados Unidos, Reino Unido y el Banco Central Europeo para crear dinero cuando los mecanismos monetarios tradicionales están próximos a agotarse, ya que los tipos se acercan a cero.

A continuación se llevará a cabo un análisis más pormenorizado de los objetivos de política monetaria, así como de los instrumentos y procedimientos con que cuenta el Banco Central Europeo para su implementación.

2.2. Objetivos e Instrumentos de la Política Monetaria del BCE

El Banco Central Europeo, junto a los bancos centrales de los estados miembros de la Unión Económica y Monetaria conforman el Sistema Europeo de Bancos Centrales (en adelante SEBC), cuyo funcionamiento está regido por los órganos rectores del BCE.

Dentro de éstos, corresponde al Consejo de Gobierno del BCE² la formulación de la política monetaria, mientras que el Comité Ejecutivo³ es el responsable de aplicarla con arreglo a las decisiones y orientaciones adoptadas por el Consejo de Gobierno, operaciones que se ejecutan de manera uniforme en todos los países de la UEM, para lo que se cuenta con la concurrencia, cuando se estime necesario, de los bancos centrales nacionales.

Los objetivos principales del Eurosistema, tal y como aparecen en el Diario Oficial de la Unión Europea es “mantener la estabilidad de precios, tal y como queda definido en el artículo 127, apartado 1, del Tratado. Sin perjuicio de este objetivo, el Eurosistema apoyará las políticas económicas generales de la Unión. En la consecución de estos objetivos, el Eurosistema actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una asignación eficiente de los recursos.” (UNION EUROPEA, 14/12/2011). Como se desprende de esta definición, el SEBC no solo puede intervenir para mantener la inflación estable, sino que sus medidas de política monetaria van encaminadas a apoyar las políticas económicas de la Unión Europea, que pueden incluir actuaciones que incidan en la inversión crediticia, tipo de cambio, o cuantas medidas sean necesarias para que la economía de los países miembros funcione correctamente.

Para cumplir con sus objetivos de política monetaria, el Banco Central Europeo cuenta con un conjunto de instrumentos que vienen definidos en la Orientación del Banco Central Europeo de 20 de septiembre de 2011 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, que distingue, dentro de las medidas convencionales de política monetaria entre operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y reservas mínimas. Éstas se complementan con las operaciones de financiación a largo plazo, que son las principales medidas de tipo no convencional que ha puesto en marcha el BCE en este período.

1. Medidas Convencionales:

- a) Operaciones de mercado abierto: El Eurosistema dispone de cinco tipos de instrumentos para la realización de operaciones de mercado abierto que tienen tres objetivos principales: Controlar los tipos de interés, controlar la liquidez en el mercado y orientar la política monetaria. Las operaciones de

² El Consejo de Gobierno del BCE se reúne, por lo general, dos veces al mes y lo componen los seis miembros del Comité Ejecutivo más los gobernadores de los bancos centrales de los 19 países miembros de la Unión Económica y Monetaria.

³ El Comité Ejecutivo lo componen el Presidente, Vicepresidente y otros cuatro miembros designados por el Consejo Europeo por mayoría cualificada.

mercado abierto con que cuenta el BCE son Temporales (las más importantes), el BCE compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza créditos garantizados, operaciones simples (las constituidas por una sola compraventa, pudiendo ser al contado o a plazo), emisión de certificados de deuda, swaps de divisas (dos operaciones de compraventa de una divisa por otra realizadas simultáneamente) y captación de depósitos a plazo fijo. Estas operaciones podemos dividir las en las cuatro categorías siguientes:

- i) Operaciones principales de financiación: Operaciones temporales de inyección de liquidez de carácter regular, periodicidad semanal y vencimiento habitual a una semana que los bancos centrales nacionales ejecutan mediante subasta estándar.
 - ii) Operaciones de financiación a largo plazo: Operaciones temporales de inyección de liquidez de periodicidad mensual y vencimiento trimestral, tienen el objetivo de proporcionar financiación adicional a plazos más largos.
 - iii) Operaciones de ajuste: Se ejecutan ad hoc para gestionar la situación de liquidez del mercado y controlar los tipos de interés y, de manera específica, para suavizar los efectos que en los tipos causan las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado.
 - iv) Operaciones estructurales: se llevan a cabo mediante la emisión de certificados de deuda del BCE, operaciones temporales y operaciones en firme.
- b) Facilidades permanentes, gestionadas por los bancos centrales nacionales, su objeto es:
- a. Proporcionar liquidez a un día.
 - b. Señalar la orientación de la política monetaria.
 - c. Controlar los tipos de interés de mercado a un día.

Las entidades que operan con el Eurosistema pueden utilizar la facilidad marginal de crédito a un día con los bancos centrales nacionales garantizándolo mediante activos, a un tipo de interés algo superior al de mercado a un día, o bien utilizar la facilidad de depósito para hacer depósitos a un día, con un tipo de interés inferior al interés de mercado a un día.

- c) Reservas mínimas: se aplica a las entidades de crédito y tiene como objetivo mantener los tipos de interés y aumentar el déficit estructural de liquidez, régimen mediante el cuál el sistema bancario está obligado a tomar prestado del BCE (Alonso, 2008). Las reservas mínimas son unos importes

que los bancos deben depositar en el Banco Central Europeo, actualmente un 1% de los pasivos computables.⁴ El coeficiente de Reservas mínimas es un instrumento poderoso dentro del arsenal con el que cuenta el BCE, ya que afecta directamente al “multiplicador bancario”⁵, que resume la capacidad de crear dinero por parte de los propios bancos, con lo que esto supone para el control de la inversión crediticia, inflación, etc.

2. Otras medidas de política monetaria: Dentro de los instrumentos de política monetaria puestos en marcha por el BCE, destacan las Long Term Refinancing Operations, conocidas como LTROs, que son operaciones de financiación a largo plazo para los bancos europeos, subastas de liquidez a un periodo de tres años a un tipo fijo del uno por ciento (Times, s.f.), que comenzaron en diciembre de 2011 y mediante las que el BCE inyectó cantidades ingentes de liquidez a largo plazo a los bancos de la eurozona. Si bien estas operaciones no se califican como Expansión Cuantitativa, su filosofía y efectos son muy parecidos, al proveer de liquidez a los mercados financieros cuando las bajadas de tipos no funcionan, al no servir como incentivo suficiente para movilizar la liquidez existente en el sistema. Estas operaciones se materializaron mediante subastas a tres años a un tipo fijo del 1% en diciembre de 2011 y febrero de 2012. El importe total supera ligeramente el billón de euros, con los que el BCE ha intentado evitar la caída de la oferta monetaria y las restricciones de liquidez que suelen acompañar a los procesos recesivos. El objetivo principal de los LTRO es substituir temporalmente el mercado interbancario (el préstamo de dinero entre bancos) que estaba casi inoperante en esos años, por lo que las entidades bancarias estaban teniendo dificultades para financiarse (Caixabank, s.f.).

Entre los objetivos de los LTRO estaba inyectar financiación a las familias y las empresas, sin embargo, estas buenas intenciones se han visto fagocitadas por el efecto expulsión de la deuda pública, que ha sido la destinataria última de la mayor parte de estos fondos. Por otra parte, estas inyecciones masivas de liquidez han

⁴ El Banco Central Europeo considera como pasivos computables los depósitos a la vista, a plazo inferior o igual a dos años o disponibles con preaviso inferior o igual a dos años. Valores de renta fija con vencimiento inferior o igual a dos años. Instrumentos del mercado monetario.

⁵ El multiplicador bancario se define, de una manera simplificada, como el inverso del coeficiente de reservas mínimas, así, con un coeficiente del 10% los bancos multiplican por 10 el dinero que les llega, mientras que con un coeficiente del 2% los bancos multiplican por 50 el dinero en circulación. Esto se debe a la naturaleza fraccional de las reservas bancarias, ya que los bancos han de mantener un depósito en el banco central (en la Eurozona el BCE) equivalente a un porcentaje de los depósitos captados.

facilitado que las entidades españolas practiquen mayoritariamente el “carry-trade”, mediante la que las entidades de crédito obtenían fondos del Banco Central Europeo al 1% usando como colateral los bonos procedentes de las titulaciones de activos llevadas a cabo masivamente en los ejercicios anteriores a la crisis para, con este dinero, comprar deuda pública al 5%.

En Junio de 2014 el BCE anunció un nuevo paquete de medidas dirigidas a mejorar la transmisión del crédito por parte de la banca a la economía real conocidas como TLTRO's⁶, (BCE, s.f.) y mediante el que tiene el objetivo de colocar en el mercado otro billón de euros a un tipo del 0,25%, 75 puntos básicos inferior al tipo de los LTRO's y coincidiendo, al menos de manera aproximada, con el vencimiento de las LTRO's de finales de 2011 y principios de 2012, ya que estas últimas se hacen en septiembre y diciembre de 2014.

Mediante estas operaciones los bancos europeos podrán conseguir liquidez con un límite máximo del 7% del importe total de sus préstamos al sector privado de la zona euro, excluyendo aquellos al sector financiero. La duración de estas operaciones es de 4 años, si bien las entidades han de dedicar los fondos así obtenidos a financiar la economía real, ya que, de no ser así, deberán devolverlas en 2016. Como se puede comprobar fácilmente al ver los condicionantes, esta segunda inyección de liquidez no permite a las entidades financieras adquirir deuda pública con este dinero, sino que han de transformarlo en financiación a la economía real.

3. El BCE y la Expansión Cuantitativa

Si bien tanto las LTRO's como las TLTRO's que les suceden están cercanas a lo que sería una estrategia de expansión cuantitativa (QE por sus siglas en inglés), estrictamente no son tal, ya que el QE consiste en una compra directa y masiva de bonos públicos y privados en el mercado secundario por parte de un banco central, las LTRO's son simplemente préstamos a los bancos para que usen los fondos como quieran, o con condicionados como en el caso de las TLTRO's.

⁶ TLTRO, acrónimo de Operación Financiación a más Largo Plazo con Objetivo específico (Targeted Longer-Term Refinancing Operations). Tiene por objetivo mejorar el flujo de crédito bancario a las empresas no financieras de la zona Euro.

En una rueda de prensa que tuvo lugar el 4 de diciembre de 2014, el presidente del BCE anunció un programa de compra de bonos que se prolongará por dos años y con el que van a comprar un billón de euros en bonos estatales y bonos de titulización, lo que podríamos considerar la primera operación de expansión cuantitativa como tal, aunque sus efectos aún no podemos evaluarlos, dada la cercanía de su lanzamiento.

La parte que le corresponde a nuestro país es de unos 100.700 millones de euros, que se materializarán mediante compras mensuales de 5.300 millones durante 19 meses, a partir de marzo de 2015 (El País, s.f.). Mediante estas compras en mercado secundario el BCE pretende estimular la economía en un contexto en el que los tipos de interés de la Eurozona están en mínimos. Mediante este programa de compras se debería facilitar, aún más, las condiciones financieras, haciendo más fácil el acceso al crédito a las familias y empresas. Estas medidas deberían impulsar el consumo y la inversión y, en última instancia, hacer volver la inflación a niveles del 2% (BCE, 2015).

3. EVOLUCION DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA EN ESPAÑA

Es en el año 2007 cuando comienza la crisis inmobiliaria en EE.UU. como consecuencia de una burbuja en el sector de la construcción y en el sector financiero, debido al gran aumento que se dio de hipotecas de baja calidad (en inglés, hipotecas subprime), lo que trajo consigo una agitación en los mercados financieros globales haciendo que no funcionasen debidamente e hizo que se bajasen las previsiones de crecimiento de la economía en los países desarrollados puesto que aumentó también la desconfianza (Banco de España, 2007).

Según el Banco de España en su Informe Anual del año 2007, en ese ejercicio comienza a bajar la inversión en la construcción, sector que había crecido de manera extraordinaria en los años anteriores, creando una burbuja inmobiliaria con unos precios de vivienda muy altos. A pesar de ello, en España la economía siguió expandiéndose, con un crecimiento del PIB del 3,8%, solo una décima por debajo del crecimiento en el año anterior, en palabras textuales “Ello fue el resultado de un comportamiento menos dinámico de la demanda nacional —que registró una tasa de avance del 4,3% en el promedio del año— y de una sustancial mejora de la aportación de la demanda exterior neta al aumento del producto, que redujo su contribución

negativa en 0,5 pp, hasta situarse en -0,7 pp, con lo que prosiguió el proceso de reequilibrio de las fuentes internas y externas del gasto”(Banco de España, 2007).

En 2007 el crecimiento de la economía española, que había estado más de diez años expandiéndose, comienza a frenarse. Inicialmente se pensó que la desaceleración era una consecuencia natural del largo periodo de crecimiento estable, aunque posteriormente queda demostrado que la principal causa de esta desaceleración fue la gran influencia que tuvieron las turbulencias desatadas en los mercados financieros como consecuencia de la crisis en EE.UU. (Banco de España, 2008).

El ejercicio 2008 supone un antes y un después en la economía mundial. La agitación que había desde el año anterior en los mercados financieros tocó techo con la caída del banco americano Lehman Brothers y se transformó en una crisis financiera global. Con ello, y según el Informe Anual del Banco de España de 2008, esta nueva crisis hizo que las condiciones de financiación se endurecieran, frenó el canal del crédito e hizo que los consumidores contasen con una menor renta. Además hizo que la demanda de bienes y servicios se paralizase, los precios del petróleo y las materias primas bajaron y provocaron un camino deflacionista, reduciendo el crecimiento del PIB a un 0,9%. Aunque esto era solo el comienzo.

Según dicho informe en el año 2008 los bancos centrales reaccionaron rápidamente y tomaron medidas serias, apoyando a los bancos para que no dejaran de funcionar y que la economía siguiera su curso normal. En otras palabras, los bancos centrales comenzaron a tomar medidas (convencionales y no convencionales) con el objetivo de salir de esta crisis económica, que afectaba a gran parte de los países desarrollados.

En cuanto a la economía española, la crisis agravó todos los ajustes que se estaban llevando a cabo en España como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria en 2007 y un excesivo nivel de endeudamiento por parte de los bancos durante el periodo de expansión anterior. Según el Informe del Banco de España en 2008, se juntaron los ajustes debidos a la crisis y el alto endeudamiento, con lo que las expectativas, la confianza tanto de consumidores como de empresas y bancos disminuyó mucho, haciendo que fuese más difícil la concesión de préstamos.

Según el Informe Anual del Banco de España de 2009, en el transcurso de 2009 la los españoles ya se dan cuenta de que el grado al que llega la crisis que se inició hace dos años es de un nivel importante, trayendo consigo una contracción del PIB en un 3,6% y entrando en recesión. La crisis en España tiene unos rasgos característicos, la

tasa de paro, que en 2007 era de un 8,3%, crece hasta el 11,3% en 2008 y finaliza el año 2009 a unos niveles del 18%, habiendo aumentado más del doble en dos años, lo que hace que la confianza en el país por parte de inversores y demás agentes en la sociedad disminuya. Además, la demanda interna cae en un 6,1%, debido a la disminución en el consumo de los hogares en un 4,9% y a la menor inversión en bienes de carácter inmobiliario (-24,5%).

Las finanzas públicas se encuentran gravemente deterioradas, con el gran aumento del paro, el gasto en prestaciones por desempleo ha aumentado mucho, además, el gobierno toma medidas fiscales parecidas a las que otros países están realizando en aquel momento pero de mayor envergadura. Todo esto hace que el desequilibrio fiscal aumente, y la contracción en la economía hace que se bajen las bases imponibles y se recaude menos dinero por el Estado (Banco de España, 2009).

España en 2009 tiene un largo camino que recorrer si quiere salir de la crisis puesto que se trata de un país que dependió mucho del ladrillo y los recursos se concentraron en el sector de la construcción (Banco de España, 2009). En el año 2010 y en medio de la crisis de deuda soberana en Europa la economía española se encuentra estancada, con el crecimiento del PIB situado en el -0,1% (viniendo de un descenso del 3,7% el año anterior), y una mayor tasa de paro del 20,1%, que ponía de manifiesto la ausencia de reformas que redujeran el desempleo. En ese mismo año, y según el Informe Anual del Banco de España de 2010, los mercados financieros disminuyeron su confianza en España, debido a la crisis de deuda en Grecia e Irlanda.

Según el Informe Anual del Banco de España del año 2010, España en aquel momento era muy dependiente de la financiación exterior, con lo que el hecho de que se endureciesen los criterios de financiación fue muy malo para las arcas públicas y para los bancos, además “El diferencial de la deuda soberana española con respecto a la alemana se vio sometido a diferentes episodios de presión, que llegaron a situarlo próximo a los 300 puntos básicos en los momentos más críticos” (Banco de España, 2010).

Esta desconfianza en los países periféricos de la Unión Europea se debió sobre todo a las debilidades del esquema institucional europeo y a las dudas generadas por los gobiernos de estos países. En el caso particular de España, destacó el problema de deterioro de las finanzas públicas, generado por la crisis desatada en 2007 que había llevado a España a tener un déficit del 11,1% del PIB en 2009 desde un superávit del 1,9% en 2007 (Banco de España, 2010).

Durante la etapa previa a la crisis, España se había hecho muy dependiente de financiación proveniente del exterior. Este hecho continuó durante la crisis, incrementando la vulnerabilidad del país en episodios de desconfianza de los mercados financieros. Además, el hecho de que las empresas y familias se encontraban muy endeudadas y que España, al ser tan dependiente de la construcción, dejase de ser competitivo, incrementó la desconfianza y ahuyentó a los inversores del país (Banco de España, 2010).

En el año 2011, la situación de la economía española es la de recesión. Aunque el dato del crecimiento del PIB es mejor que el año anterior (+0,7%), la tasa de paro ha aumentado hasta el 21,6%. Además, la demanda interna se reduce un 1,7% este año, junto al gasto público (-2,2%) y privado (-0,1%). Esto se debe sobre todo a unas malas condiciones financieras generadas por la crisis de deuda soberana de la zona euro y al proceso de reestructuración bancaria que se está llevando a cabo. El deterioro del nivel de empleo y de la riqueza han aumentado la desconfianza de los inversores en España (Banco de España, 2011).

Según el Informe Anual del Banco de España de 2011, se da una doble recesión en España debido al agravamiento de la crisis de deuda soberana en Europa junto a las consecuencias derivadas de la crisis que comenzó en 2007. España en 2011 es un caos tal y como lo describe el Informe Anual del Banco de España, la tasa de paro sigue aumentando, el sector bancario se está saneando, recapitalizando y reestructurando, lo que implica una disminución en la concesión de créditos, por no hablar además del todavía latente ajuste inmobiliario y un proceso de desapalancamiento financiero por parte del sector privado. En palabras textuales de dicho informe, “estos factores que han influido en la recaída condicionan, asimismo, la salida de esta compleja situación”.

El año 2012 se caracteriza por la economía española entrando en una segunda recesión (el crecimiento del PIB a lo largo del año es de -1,4%) debido principalmente a caídas en todos los componentes de la demanda interna, un aumento de la tasa de paro, que se coloca a niveles aún peores que el año anterior (25%), lo que nos da una situación sin precedentes que plantea grandes retos, según el Banco de España.

Según el Informe Anual del Banco de España de 2012, este año la demanda interna cae un 3,9% debido mayormente al ajuste en el sector inmobiliario que sigue en proceso de reestructuración, al impacto de la consolidación fiscal y a las empresas del

sector privado. Sin embargo, la demanda externa sigue en buen camino y contribuye al crecimiento del PIB en 2,5 puntos porcentuales (Banco de España, 2012).

El año 2013 en cambio marca un antes y un después. Es el año en que comienza la recuperación, con el PIB elevándose un 0,1% en el último trimestre e iniciando el camino de prosperidad económica que llevará a España a un crecimiento del PIB del 1,4% en 2014, según el Informe de Proyecciones del Banco de España de Diciembre de 2014.

Además en 2013 se inicia una modesta creación de empleo aunque la tasa de paro es mayor que el año anterior (26,1%). Según el Informe Anual del Banco de España de 2013, “En este cambio han confluído factores tanto externos como internos. Las decisiones de política económica adoptadas por los Gobiernos del área del euro, los avances en la gobernanza de la UEM y la política monetaria expansiva del BCE han contribuido a relajar las tensiones financieras, aunque todavía siguen siendo elevadas, y a sostener la frágil recuperación de la economía europea”.

Es además en este ejercicio 2013 cuando se produce la recuperación de la confianza por parte de los inversores internacionales, debido en gran parte a los fuertes ajustes realizados en la fiscalidad, competitividad, el sector bancario y el mercado laboral, atrayendo la financiación al país y saliendo de la segunda recesión desde 2007 (Banco de España, 2013).

De este modo se llega al año 2014, año en el que finalmente se afianza la recuperación económica con un aumento de la confianza por parte de los consumidores, una buena trayectoria del mercado del trabajo (la tasa de paro situándose en el 24,4%, viniendo de un 26,1% en 2013, según datos del Banco de España) y unas mejores condiciones financieras debido a la reestructuración del sector bancario; además, se espera un crecimiento del PIB del 1,4% para este año, crecimiento apoyado mayormente por la mejora en la demanda interna privada (Banco de España, 2014).

Según datos del Banco de España, se espera que en el ejercicio 2015, el PIB crezca en torno al 2%, lo que indicaría una mejora continuada y un crecimiento a priori sostenible de la economía española. Igualmente, se espera que las exportaciones crezcan en 2015 debido principalmente al menor precio del petróleo, a la depreciación del euro frente a otras monedas y a mejoras en las condiciones de financiación, con el tipo de interés oficial en 0,05%, marcado por el BCE en septiembre de 2014 como

medida para prevenir la deflación en la zona del euro (en España se estima según datos del Banco de España que la evolución del IPC en 2014 es de -0,1%).

4. DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA Y SU EFECTO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y EUROPEA

En las páginas siguientes vamos a proceder al análisis de las distintas decisiones de política monetaria que ha tomado el BCE desde el inicio de la crisis y su efecto en diferentes magnitudes de la economía española y europea, estudiando las diferentes variables incorporadas al modelo de transmisión de la política monetaria descrito con anterioridad. Mediante este análisis se intentará determinar si las medidas de política monetaria implementadas por el BCE han sido efectivas para frenar la crisis financiera y económica en nuestro país, fomentar el crecimiento económico, con una especial atención a los efectos de estas decisiones en la financiación de actividades productivas, así como del consumo y la inversión de las familias.

La práctica totalidad de las medidas puestas en práctica por el BCE han supuesto, de una u otra manera, importantes inyecciones de liquidez en el mercado. Estas medidas han tenido un importante efecto en la financiación de las cuentas públicas de los estados miembros, destacando el español, del que una parte importante de la deuda ha ido a manos de los bancos nacionales. Esta liquidez, sin embargo, no parece que haya llegado hasta la economía real⁷ y, por tanto, no se ha transformado en incrementos del consumo e inversión de particulares y empresas, motores principales de la demanda agregada y, por tanto, de los incrementos del PIB, empleo, etc., de la economía. En los apartados siguientes se analizará la transmisión de la política monetaria a la economía española, con especial énfasis en la transmisión a la economía real, sobre todo a la inversión de las empresas y el consumo de las familias.

⁷ El término economía real suele ser utilizado, en la mayor parte de las ocasiones, en contraposición a la economía financiera, así, la primera se ocupa del estudio de los flujos de bienes y servicios, mientras que la segunda estudia los movimientos financieros que tienen lugar en la economía.

4.1. Decisiones de política monetaria

La primera de las medidas que tomó el BCE previas a la crisis financiera de 2008 fue la de ofrecer liquidez mediante préstamos garantizados con una subasta con adjudicación plena en agosto de 2007, con los bancos tomando prestados 95.000 millones de euros. “A finales de octubre de 2008, cuando ya se había introducido la subasta de tipo fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación, el “exceso de liquidez” mantenido por los bancos de la zona del euro, que superaba lo necesario para cumplir con los requisitos mínimos de reserva, era de 232.000 millones de euros. En el punto más álgido de la crisis de deuda soberana, el exceso de liquidez superó los 750.000 millones de euros⁸...La expansión de financiación por parte del BCE alcanzó a la mayor parte del sistema bancario dentro de la zona del euro” (Praet, 2014).

La política monetaria anterior a 2007 era pasiva, no reaccionaba ante la formación de burbujas o desequilibrios financieros, por lo que al aumentar mucho los tipos de interés en agosto de 2007, comenzó el primer síntoma de una agitación en los mercados financieros globales que, con la caída en 2008 del banco americano Lehman Brothers se traduciría posteriormente en una crisis global. “De forma repentina, los bancos dejaron de confiar unos en otros y los mercados interbancarios dejaron de funcionar correctamente” (Praet, 2014). Con el objeto de estabilizar el sistema financiero tras la quiebra de Lehman en septiembre de 2008, los bancos centrales ejercieron su papel de prestamista de última instancia, generando liquidez y bajando los tipos.

Es ya en el primer semestre de 2009 cuando los bancos centrales empiezan a utilizar medidas no convencionales de política monetaria queriendo restablecer el mecanismo de transmisión monetaria, para que de esta manera mejorase el acceso a la financiación, apoyando la recuperación de los países afectados por la volatilidad en los mercados financieros globales.

Entre finales de 2009 y principios de 2010 aparece un nuevo desafío, la crisis de deuda soberana que afecta principalmente a los países de la eurozona. “A pesar del apoyo mostrado por la política monetaria del BCE, el endurecimiento de las condiciones de financiación globales y los costes asociados al rescate bancario debilitaron la situación fiscal de los países de la zona del euro. Conforme los acreedores comenzaron a discriminar entre países en los mercados de deuda

⁸ El exceso de liquidez de los bancos es el importe que estos tienen en tesorería por encima de lo impuesto por el coeficiente de reservas mínimas.

soberana de la zona euro, la rentabilidad de los bonos aumentó para aquellos gobiernos con unas finanzas públicas más deterioradas.” El mecanismo de transmisión de la política monetaria se fragmentó horizontalmente, según Praet, Cour-Thimann y Heider “En contraste con la restricción de liquidez de 2008...el efecto adverso de la vinculación de los bancos con sus bonos soberanos desencadenó un declive constante en las actividades entre países...Cuando los bancos dejan de negociar o canjear unos con otros entre países dentro de la zona del euro, el “carácter único” de las señales sobre política monetaria puede perderse”.

En esta situación de malestar en los mercados, el BCE tuvo y sigue teniendo un papel importantísimo al reemplazar la falta de financiación privada a los bancos, que son los que transmiten el dinero de los ahorradores a los inversores.

De este modo, durante 2007 y 2008, el mecanismo de transmisión de la política monetaria se daña en sentido vertical, desde el tipo de interés de intervención, hasta la economía real, causado por los bancos que tenían problemas de financiación. Posteriormente a finales de 2009 y principios de 2010, el mecanismo se daña horizontalmente mediante una disfunción a través de las fronteras nacionales, los tipos de interés eran distintos en los diferentes países de la Eurozona, como consecuencia del comienzo de la crisis de deuda soberana que afecta desde entonces a los países de la zona del euro.

Para reparar el mecanismo, el BCE toma diversas medidas:

En primer lugar el BCE toma medidas convencionales bajando los tipos de interés de intervención 50 puntos básicos el 8 de octubre de 2008. Esta medida fue la primera de una serie de reducciones que disminuyeron el tipo de las operaciones principales de refinanciación (Main Refinancing Operations, MRO) hasta un mínimo histórico del 1% el 1 de mayo de 2009.

En un segundo lugar el BCE optó por medidas no convencionales, utilizando su balance (aumentándolo) para asegurar que los efectos de las medidas convencionales alcanzasen la economía real, garantizando la transmisión adecuada de los nuevos tipos de interés oficiales. La primera de las medidas no convencionales fue ofrecer liquidez que quedaba limitada por la cantidad de activos de garantía adecuados que podían ofrecer los bancos (el denominado “tipo de interés fijo con adjudicación plena”).

Adicionalmente el BCE extendió el vencimiento de su provisión de liquidez, es decir, amplió el vencimiento para las operaciones de financiación a un plazo más largo (en inglés, Longer-term refinancing operations, LTRO) que era de tres meses por aquel entonces. “En una serie de pasos consecutivos, el BCE primero amplió el vencimiento de las LTRO hasta los seis meses (3 de abril de 2008), posteriormente hasta un año (25 de junio de 2009) y, por último, hasta los tres años (22 de diciembre de 2011) en el punto más alto de la crisis de deuda soberana”. Todo esto trajo consigo confianza, seguridad, y un apoyo financiero amplio y continuado a la banca, aunque a su vez impuso condiciones que proveyeran un comportamiento financiero prudente (esfuerzos reformistas actualmente en curso por parte de los gobiernos respecto al sector bancario).

En 2009, el BCE actúa como estímulo para reavivar el mercado de bonos garantizados (que siempre habían sido una fuente de financiación clave para los bancos europeos y su emisión se había visto contraída desde octubre de 2008) mediante el Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (en inglés, Covered bond purchase program, CBPP), con el objeto de en un primer lugar reemplazar la pérdida de financiación en el sector privado para los bancos y así reavivar el mercado de bonos garantizados; y en segundo lugar estabilizar las condiciones de financiación del sector bancario. Así, el 7 de mayo de 2009, el BCE anuncia que va a adquirir bonos garantizados durante un período de 12 meses por una cantidad total de 60.000 millones de euros.

“Con el fin de asegurar suficiente profundidad y liquidez en aquellos segmentos del mercado que habían empezado a mostrar disfunciones, el BCE estableció en mayo de 2010 el denominado Programa para el Mercado de Valores (en inglés, *Securities Market Program*, SMP) destinado a comprar bonos soberanos. En línea con las disposiciones que se reflejaban en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, las intervenciones se limitaron estrictamente a los mercados secundarios... El programa para el Mercado de Valores, juntamente con el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (en adelante, MEEF) creado al mismo tiempo por los jefes de Estado y de gobierno, fue eficaz a la hora de prevenir efectos contagiosos adversos y para fomentar cierta estabilidad en los mercados. Pero cuando las tensiones en el mercado de deuda soberana se extendieron a Italia y España en el verano de 2011, sucedieron entonces ventas rápidas a corto plazo en los mercados de deuda soberana y los indicadores de riesgo sistemático volvieron a aumentar”(Praet, 2014).

Así el BCE tuvo que actuar de nuevo frente a la recién llegada crisis de deuda soberana y lo hizo mediante dos medidas: “la ampliación del vencimiento del crédito

del banco central a tres años, un periodo sin precedentes, tres años con la opción de devolver el préstamo tras pasado un año y, posteriormente, con el anuncio de adquisiciones potencialmente ilimitadas de bonos soberanos en mercados secundarios...Este anuncio siguió a la declaración del presidente Draghi (el 26 de julio de 2012) en la que afirmó que el BCE haría “lo que fuera necesario, dentro de su mandato” para mantener el euro. Esto junto a las LTRO y las OMT detuvieron la fragmentación horizontal a mediados de 2012 y estimularon un proceso de reintegración”.

La razón principal de la ampliación del vencimiento del crédito fue la de asegurar a los bancos ante los riesgos de vencimiento y la posible necesidad de refinanciarse. Así, mediante un sector bancario solvente, se podría continuar aportando crédito a la zona del euro.

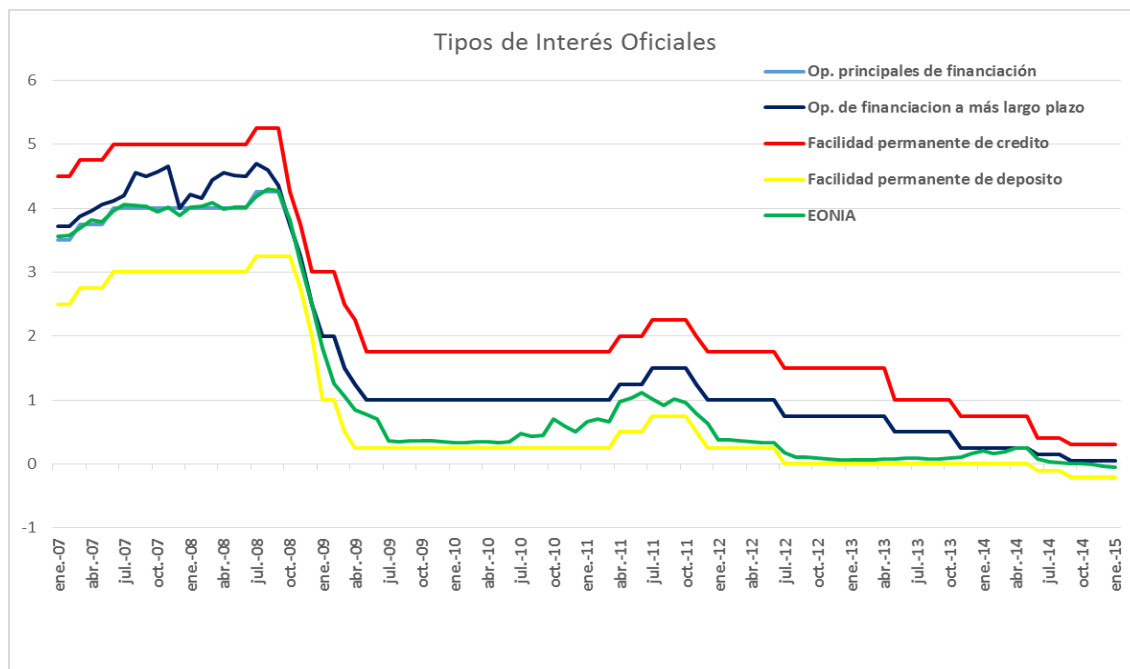
4.2. Política monetaria y tipos de interés

En el análisis siguiente se analiza la relación entre los tipos de interés fijados por el BCE y el tipo de interés de mercado. La principal herramienta de política monetaria de BCE son las operaciones principales de financiación, mediante las que éste, usando subastas estándar provee de financiación a las entidades bancarias en operaciones con vencimiento a una semana. Junto a éstas, el BCE realiza subastas mensuales con vencimiento trimestral, conocidas como “operaciones de financiación a más largo plazo”. Además de los anteriores, otros dos instrumentos de política monetaria son las facilidades permanentes de crédito y de depósito, mediante las que los bancos pueden obtener liquidez a un día o realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales. Como tipo de interés de mercado se toma en consideración el EONIA EONIA (en Inglés, Euro OverNight Index Average), que se construye con las operaciones interbancarias a un día y se toma como referencia del tipo medio del euro a un día (Banco de España, s.f.).

En septiembre de 2008, el tipo de las operaciones principales de financiación, principal fuente de financiación del sistema crediticio dentro del marco del Eurosistema se situaba en el 4,25%, tras lo cual ha experimentado 14 bajadas, solo interrumpidas por dos leves repuntes en los meses de abril y junio de 2011, en los que se incrementaron 25 puntos básicos respectivamente para, posteriormente, disminuir hasta el 0,05% con que concluye 2014. Las bajadas más importantes tienen lugar entre septiembre de

2008 y mayo de 2009, en las que este tipo de interés cae 325 puntos básicos, desde el 4,25% hasta el 1%.

Gráfico 2: Evolución de los tipos de interés oficiales, fuente: BCE y elaboración propia



Especial atención merece, por su parte, el tipo de la Facilidad permanente de depósito, que es el tipo al que el BCE retribuye los depósitos que en él hacen los bancos, y que, tras mantenerse al 0% desde junio de 2012, se sitúa en una tasa negativa del -0,2% en diciembre de 2014. Esta bajada de la facilidad permanente de depósito podemos enmarcarla dentro de los esfuerzos que el BCE ha llevado a cabo para, una vez provistos los bancos de fondos suficientes para no tener tensiones de liquidez, e incluso potenciar su cuenta de resultados mediante la práctica del carry trade, movilizar la liquidez excedentaria en el sistema hacia la economía real, cargando una tasa por depositar fondos en el BCE.

Una fuente de información muy importante para el análisis monetario es el estudio de los spreads⁹ de las curvas de tipos de interés, así, hay autores que señalan que una pendiente negativa del spread indican expectativas de una futura recesión (Mishkin, 1996). Además de esto, la pendiente de la curva de tipos de interés es un importante indicador de las expectativas que los agentes tienen sobre el comportamiento de la economía, ya que las expectativas sobre el comportamiento futuro de la inflación y las

⁹ Spread es la diferencia de precio entre dos contratos de futuros, pudiendo darse dos posibilidades, futuros sobre el mismo activo subyacente con distinto vencimiento, y futuros con distinto activo subyacente y mismo vencimiento. En el caso que nos ocupa sería la primera acepción, ya que se trata del diferencial entre el tipo de interés a un plazo de tres y 10 meses.

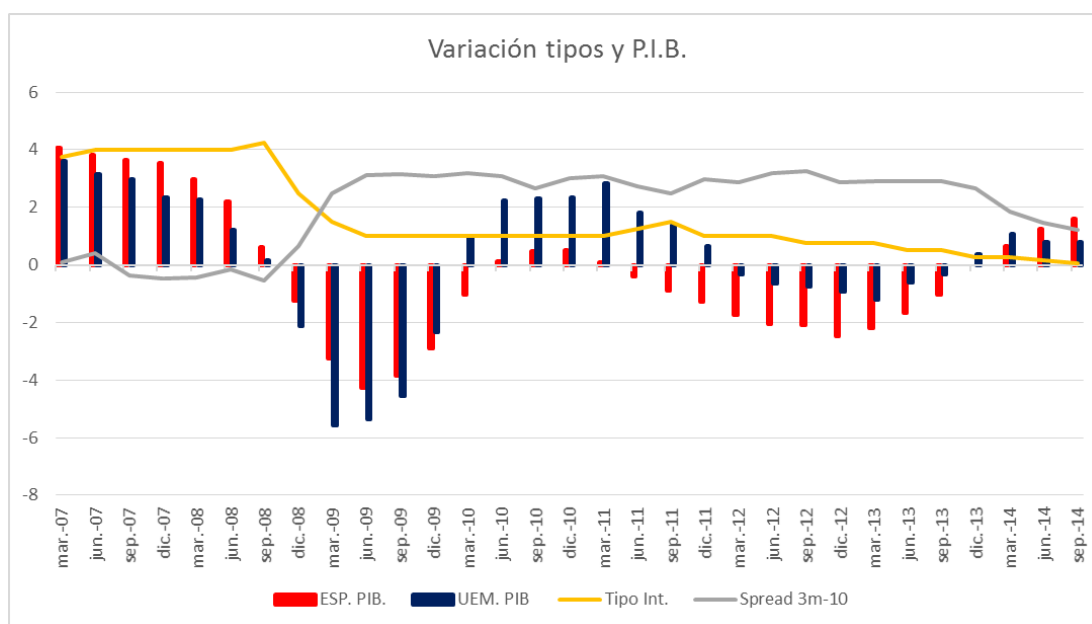
tasas de interés reales que se pueden ver en el comportamiento de la curva de tipos juega un rol importante en la predicción de la actividad económica futura.

En el gráfico 3 podemos observar la evolución de tipo de interés oficial en el período de referencia, así como la del spread de tipo de interés entre el bono cupón cero con un vencimiento a 10 años y el tipo de interés del mercado interbancario a tres meses, siendo esta segunda similar a las referencias que usan Estrella y Mishkin en su trabajo. Junto a esta evolución tenemos las variaciones del PIB español durante ese mismo período.

Del análisis de estos spreads podemos inferir que, a lo largo del ejercicio 2007, los agentes económicos anticipaban que una recesión iba a tener lugar, de ahí los spreads negativos que llegan a los 71 puntos básicos en octubre de 2008. Según el modelo de estos autores, la probabilidad de que tenga lugar una recesión en el próximo ejercicio, considerando este spreads se sitúa en torno al 50% y, como podemos observar, esta se produjo, con caídas del PIB continuadas en el período desde diciembre 2008 hasta marzo 2010. Al igual que tiene lugar la caída del spread de tipos, los tipos de interés oficiales descienden sensiblemente, desde el 4% hasta el 1% de junio 2009.

No obstante, las bajadas de tipos parecen, más bien, una reacción ante la caída del PIB que un indicador de que este se va a producir, ya que tienen lugar con un ligero retraso desde que cae el PIB. La segunda recesión, sin embargo, no la anticipa la evolución del spread ya que, si bien disminuye ligeramente, no llega a ponerse en negativo. Esta recesión, si bien es menos intensa que la que tiene lugar en 2009 se prolonga más en el tiempo, que en el caso español es desde junio-2011 a marzo-2014, trimestre en el que se produce un ligero incremento del 0,67%.

Gráfico 3: Evolución del spread de tipos de interés y del PIB, fuente: Eurostat, BDE y elaboración propia



La evolución del EONIA, por su parte, presenta una correlación del 98,85% con el tipo de las operaciones principales de financiación, lo que nos indica, tal y como aparece en el esquema de transmisión de la política monetaria del gráfico 1, la influencia que los tipos de interés oficiales tienen sobre los tipos de interés del mercado monetario. Esta no acaba en los de mercado monetario, sino que influyen de manera notable en los que las entidades financieras aplican a los particulares y empresas, como pone de manifiesto el hecho de que el Euribor¹⁰, tanto a tres, como a seis y doce meses presentan correlaciones con las operaciones principales de financiación superiores al 98,5% en todos los casos.

La evolución del EONIA es bastante indicativa de la situación económica que se inicia con la crisis de 2008, ya que, como podemos ver en el gráfico 2, en ese momento, el diferencial con la facilidad permanente de depósito disminuye desde los 100 puntos básicos que, como promedio mantenía desde enero de 2007 para situarse en los 0,22 puntos básicos de promedio hasta diciembre de 2014, sin alteraciones sustanciales respecto de la media. La caída de este diferencial nos indica que, desde el inicio de la crisis financiera, los bancos han optado por mantener sus fondos en el BCE, en lugar de prestarlos en la economía real, contribuyendo a generar la crisis económica posterior, o al menos sin hacer nada visible para ayudar a superarla. Esta caída del EONIA se debe a que su precio viene condicionado, además de por los tipos de

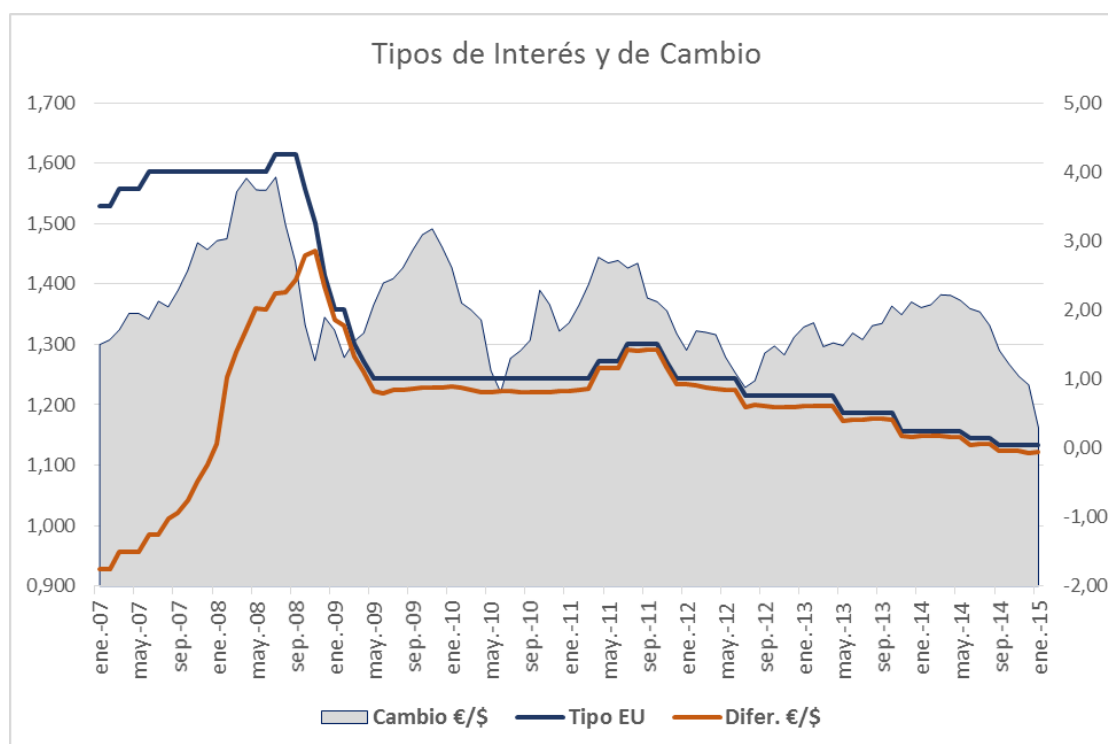
¹⁰ El euribor a tres meses es un índice bastante usado para la financiación a corto plazo, especialmente el descuento de efectos, mientras que el Euribor/año es la principal referencia para las operaciones hipotecarias de compra de vivienda.

interés oficiales, por la situación de liquidez en el mercado, de ahí que, como a liquidez ha sido abundante gracias a las inyecciones del BCE este haya caído hasta casi su límite inferior¹¹.

4.3. Tipos de interés y tipo de cambio

Otro efecto importante de los cambios en el tipo de interés oficial se produce en el tipo de cambio de la moneda que altera su rentabilidad frente al resto del mundo. El efecto más común es que cuando disminuye el spread de tipos de interés, la cotización de la moneda en cuestión disminuye y viceversa. El tipo de cambio Euro/Dólar se incrementa sensiblemente desde enero de 2007 hasta agosto de 2008 donde alcanza máximos de,498 \$/€, como podemos observar en el gráfico 4, cotización que cae hasta los 1,273 \$/€ de noviembre de ese mismo año, caída paralela a la experimentada por el spread de tipos de interés entre ambas economías. Este incremento y posterior caída es consecuencia, entre otras razones, del crecimiento del

Gráfico 4: Evolución de los tipos de Interés y de Cambio. Fuente: BCE, FED y elaboración propia



diferencial de tipos entre la UEM y Estados Unidos, ya que en la primera permanecen

¹¹ El límite inferior del EONIA es el tipo al que el BCE fije la facilidad permanente de depósitos, para lo cual existe una explicación muy clara ¿quién prestaría a un banco dinero a un tipo inferior al que lo haría al BCE. A sensu contrario, y por las mismas razones, el límite superior del EONIA viene determinado por el tipo de la facilidad marginal de crédito.

constantes, mientras que en Estados Unidos disminuyen sensiblemente, propiciando un flujo importante de capitales de Estados Unidos a la Eurozona, incrementando la demanda de Euros y, por tanto, su tipo de cambio. Tras esta caída, el tipo de cambio entre el Euro y el dólar ha fluctuado en una banda de 20 céntimos, recuperándose para después volver a caer en el período de referencia, hasta abril de 2014, mes en el que comienza a encadenar una serie de caídas que le llevan a cerrar 2014 con un cambio de 1,233 \$/€, caída que parece va continuar en los meses siguientes.

Las alteraciones de los tipos de interés tienen importantes efectos en la economía real, ya que inciden en el comercio internacional de bienes y servicios, así, un euro fuerte frente al dólar hace que las exportaciones españolas sean menos atractivas para los países fuera de la Eurozona, frenando la competitividad de nuestros productos en el exterior, a sensu contrario, la bajada del tipo de cambio nos hace ser más competitivos. Otra consecuencia importante es en los precios del petróleo, ya que un euro fuerte hace que para una economía como la nuestra, muy dependiente energéticamente de las importaciones de crudo, el abaratamiento del dólar tiene importantes consecuencias en la competitividad de nuestros productos, puesto que sus costes de fabricación (la parte imputable a la energía están más contenidos).

4.4. Financiación del Estado (Deuda Pública)

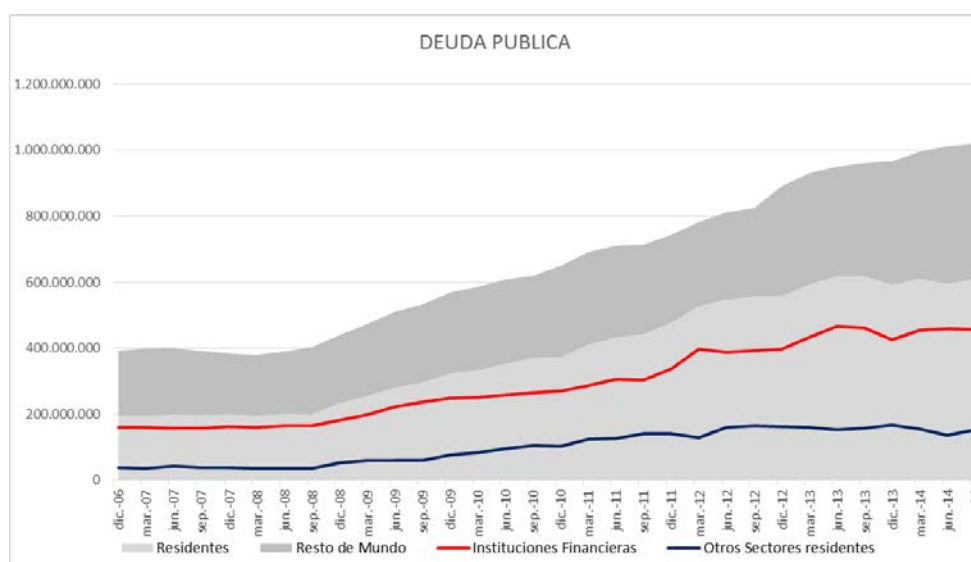
Según Praet, Cour-Thimann y Heider (2014,p.9): “La deuda pública desempeña un papel crucial en la transmisión de la política monetaria a través de tres canales distintos. En primer lugar, los bonos soberanos del Estado sirven como punto de referencia para toda la gama de vencimientos de la curva de intereses y para el establecimiento de precios en los activos privados de todo el sistema financiero. En segundo lugar, los bonos soberanos son la principal garantía en los mercados de repos¹² europeos, que suponen un segmento importante en el mercado interbancario. Un precio más elevado de los bonos del Estado consigue aliviar de este modo las limitaciones financieras de los prestatarios. En tercer lugar, un aumento de precio de la deuda pública favorece la valoración del activo de los balances de los bancos, lo que

¹² REPO, operación financiera con pacto de recompra, es una Operación financiera en la que una entidad vende un activo (frecuentemente un título de deuda pública) a un inversor, al tiempo que pacta su compra futura a un precio determinado (BDE, 2015).

hace aumentar la base de capital de los bancos y reduce la probabilidad de que se origine una dinámica de venta de liquidación a corto plazo (fire-sales)”.

El volumen de deuda pública española, tras varios años de contención, llega a septiembre de 2008 con un volumen de 402.858,4 millones de euros, tras los que comienza a crecer, para situarse en septiembre de 2014 (último dato publicado en el Boletín Estadístico del Banco de España), en 1.020.236,1 millones de euros. Al finalizar el ejercicio 2008, el porcentaje de deuda sobre el PIB era del 39,4%, para situarse, al finalizar 2014, muy próxima al 100%. Otra variable importante es el déficit público, que concluyó 2008 suponiendo un 4,4% del PIB para, como consecuencia de las políticas expansivas llevadas a cabo en 2009, cerrar ese ejercicio en el 11%, tras lo cual ha comenzado una senda descendente, especialmente desde el ejercicio 2013 que ha hecho que, el dato de cierre de 2014 se estime por debajo del 5,5%.

Gráfico 5: Deuda Pública por contraparte. Fuente: BDE y elaboración propia

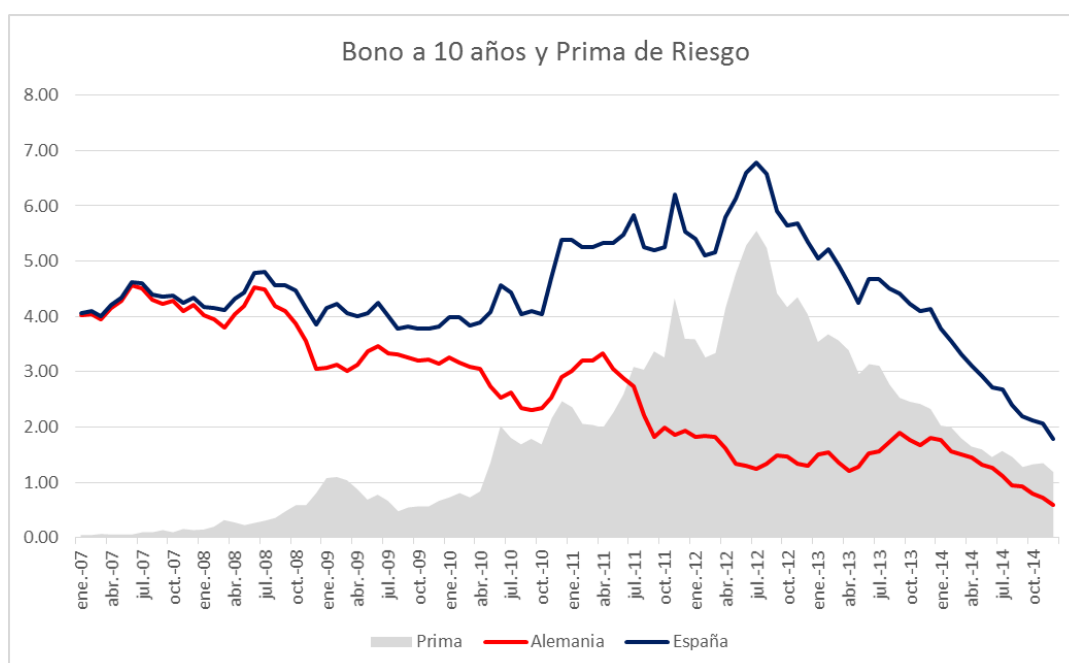


Como podemos observar en el gráfico 5, hasta la caída de Lehman Brothers, la deuda española se repartía, prácticamente a partes iguales, entre residentes y no residentes, mientras que, a partir de ese momento, las dificultades para colocar deuda a entidades extranjeras se incrementa, lo que hace que el papel de los residentes y, muy especialmente de las entidades financieras españolas, se potencie sensiblemente, hasta suponer el 60% de la deuda nacional. Dentro de la parte financiada por residentes, debemos destacar que, si bien a septiembre de 2008 el porcentaje de deuda nacional en manos de entidades financieras era del 82,4%, a partir de este mes, cae sensiblemente, cerrando diciembre 2011 con un porcentaje del 70,5% tras lo

cual, sube al 75%, con el que concluye 2014, como consecuencia de las inyecciones de liquidez del BCE que fueron, en gran medida, a financiar al estado.

Este volumen de deuda pública tan importante en términos de PIB produce un efecto expulsión de la financiación privada, ya que las entidades, a igualdad de tipos, prefieren adquirir bonos del estado que prestarle dinero a los particulares, ya que, por una parte, los primeros tienen menor riesgo y, por otra, tienen un tratamiento mucho más favorable en el cálculo del coeficiente de recursos propios. Como consecuencia de lo anterior, las inyecciones de liquidez que llevó a cabo el BCE a finales de 2011 y principios de 2012, no llegaron a la economía real, sino que se destinaron a la compra de deuda pública.

Gráfico 6: Evolución Prima de Riesgo, fuente: BCE y elaboración propia



Otro efecto importante de la política monetaria del BCE ha sido su influencia sobre la prima de riesgo, entendida como el diferencial de tipos entre el bono alemán a 10 años y el bono de igual vencimiento en España. La cotización del bono alemán y el español han sido similares hasta el inicio de la crisis, cuando se sitúa en niveles del 1%, no obstante, es en julio de 2010 cuando comienza a subir de manera importante, crecimiento que continúa hasta situar el diferencial entre la deuda española y la alemana en un máximo de 555 puntos básicos en julio de 2012, debido a que, la incertidumbre sobre la continuidad de la propia moneda europea, junto a las malas

noticias económicas de los países periféricos, especialmente los PIGS¹³, hacía que los inversores buscasen el refugio de economías más estables como la alemana, que se financiaban a tipos bajísimos, mientras que el resto tenían más complicado el acceso a la financiación. Es en esta fecha cuando el gobernador del BCE, Mario Draghi pronunció, en una conferencia en Londres para inversores unas palabras que quedarán para la historia “El BCE hará lo necesario para sostener el Euro, Y créanme, eso será suficiente”. Si bien hasta ese momento la prima de riesgo española y del resto de países periféricos no hacía más que incrementarse, a partir de ahí, esta comienza a descender, hasta cerrar 2014 en 119 puntos básicos.

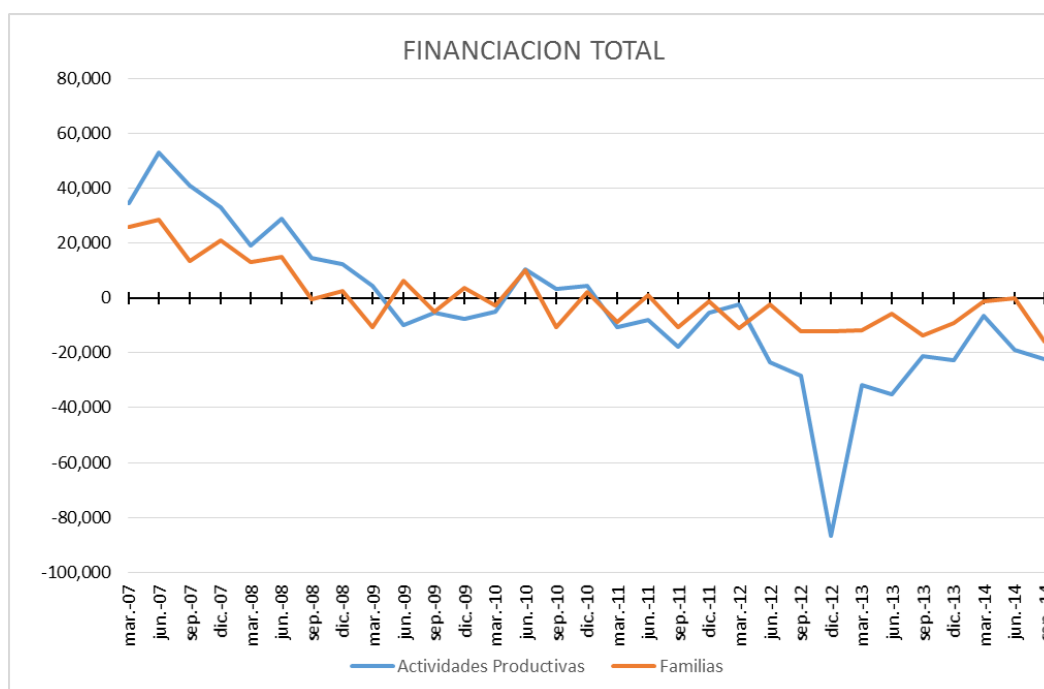
4.5. Financiación de la economía real

Durante esta crisis económico-financiera que estamos atravesando, una de las aseveraciones más repetidas ha sido que fallaba la transmisión de la política monetaria a la economía real, de tal manera que las bajadas de tipos y las inyecciones de liquidez que periódicamente llevaba a cabo el BCE no se convertían en préstamos y créditos para las familias y empresas, lo que lastraba las posibilidades de recuperación económica dentro de nuestro país.

Para analizar lo que ha ocurrido en estos ejercicios vamos a usar dos fuentes principales: en primer lugar, el boletín estadístico del Banco de España, concretamente su capítulo cuarto, del que extraeremos la evolución del crédito a empresas y familias a lo largo del período de análisis. En segundo lugar, las series estadísticas de las encuestas de préstamos que periódicamente viene realizando el Banco de España, y en la que se analizan tanto la evolución de las políticas de concesión de riesgos como la demanda por parte de particulares y empresas.

¹³ PIGS, se conocía como tal al grupo formado por Portugal, Italia, Grecia y España.

Gráfico 7: Variación saldos Inversión Crediticia Fuente: BDE y elaboración propia



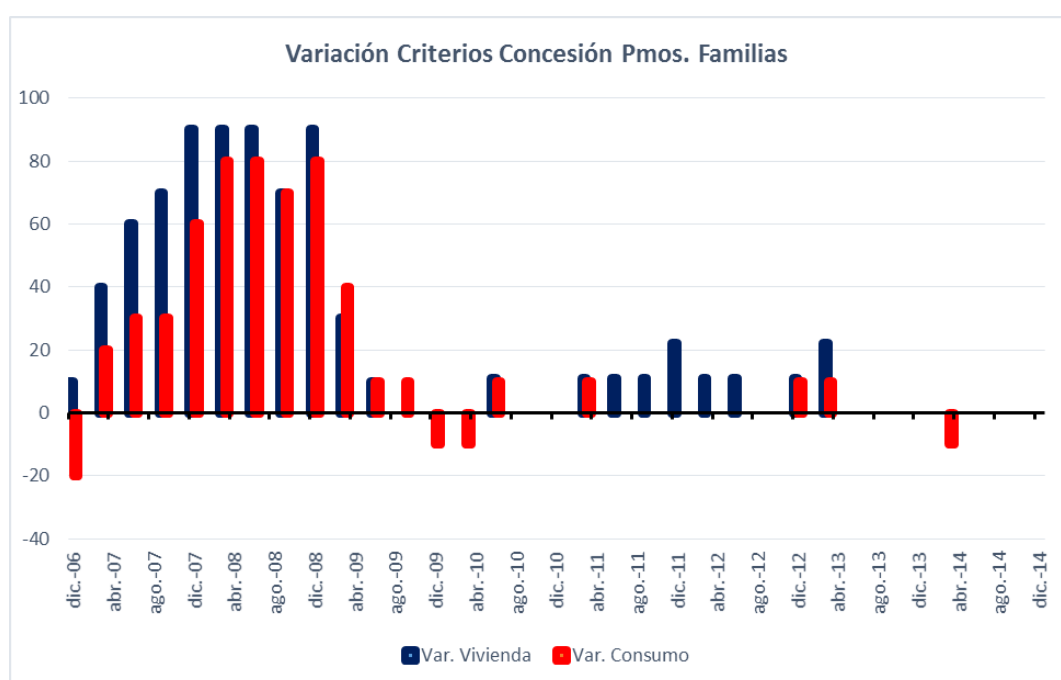
Como podemos observar en el gráfico 7, la financiación, tanto a particulares como a empresas, si bien comienza a ralentizarse desde principios de 2007, con crecimientos cada vez menores, es en el ejercicio 2009 cuando se vuelve negativa, con crecimientos muy pequeños que, en la mayoría de los trimestres eran negativos y que, a lo largo de 2014, no terminan de recuperarse, si bien las tasas de caída son inferiores a las de los dos ejercicios anteriores. La importante caída de la Inversión se debe a que, al finalizar el ejercicio 2012 un gran número de entidades sanearon sus balances, generando un volumen de dotaciones a insolvencias en el conjunto del sistema crediticio de 87,023 millones de euros en el ejercicio 2012¹⁴, con lo que el conjunto de las entidades de depósito españolas arrojaron unas pérdidas de 73,703 millones de euros. Por último, es importante recalcar que la caída más importante se produce en los préstamos a empresas, que disminuyen su saldo en 86,600 millones de euros mientras que las familias permanecen con la misma disminución de ejercicios anteriores. Por lo que a la disminución en el volumen de crédito a las familias atañe, es importante considerar que, durante los años de la crisis hemos asistido a un desapalancamiento de las familias, tanto en lo que a préstamos con garantía real, como personal atañe, con lo que las familias han reducido de manera importante el endeudamiento que tenían frente a las entidades financieras.

¹⁴ Datos del boletín estadístico del Banco de España, cuadro 4.41 “Estructura de la cuenta de resultados de las entidades de depósito residentes y sucursales en el extranjero”.

4.5.1. Análisis de la financiación a particulares:

Las condiciones que las entidades financieras exigen a los particulares para concederles un crédito se han endurecido sensiblemente en los años objeto de estudio, como pone de manifiesto el gráfico 8, en el que la columnas con valores positivos representan el porcentaje de entidades que han endurecido los criterios de concesión de préstamos, bien de vivienda o consumo, frente a los valores negativos que son el porcentaje de estas que aplican criterios más laxos.

Gráfico 8: Variación Criterios de Concesión de Préstamos Fuente: BDE y elaboración propia



Como se puede observar, la práctica totalidad de las entidades han endurecido la financiación a los hogares en el período de referencia, no obstante, es importante analizar las causas de ese endurecimiento¹⁵ que, en el caso de los préstamos sobre vivienda se debe, a lo largo del ejercicio 2008 y durante los ejercicios 2011 y 2012, al mayor coste de la financiación, mientras que en el resto permanecía invariado. No obstante, el factor más importante ha sido el deterioro de las expectativas económicas, si bien, parece que en septiembre de 2009 todas las entidades habían descontado la crisis, ya que, a partir de septiembre de 2009 este criterio no es tan importante. Las mismas consideraciones podemos aplicarlas a los préstamos para el consumo, salvo

¹⁵ Encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España.

que, para estos últimos, las expectativas económicas comienzan a tener un impacto positivo a partir de septiembre de 2013.

Tabla 1: Causas de cambio en los criterios de aprobación de préstamos, fuente: BDE y elaboración propia

	Vivienda		Consumo	
	Costes de Financiación y Disp. De Fondos	Perspectivas económicas	Costes de Financiación y Disp. De Fondos	Perspectivas económicas
dic-06	0	-5	0	-7.5
dic-07	7.5	45	5	32.5
dic-08	25	87.5	25	85
dic-09	2.5	27.5	2.5	37.5
dic-10	5.55	2.775	5	0
dic-11	24.975	2.775	15	5
dic-12	16.65	2.775	7.5	2.5
dic-13	0	0	0	-5
dic-14	0	0	0	-7.5

Este endurecimiento de las condiciones ha tenido su reflejo, por lo que a los préstamos para adquisición de vivienda atañe, en los mayores márgenes aplicados por las entidades financieras a sus clientes, junto a las mayores garantías exigidas y menor loan to value¹⁶ admitido, de modo que las entidades exigen una aportación del cliente para adquirir una vivienda, frente a la práctica anterior tan extendida de financiar el 100 del valor de ésta. El acortamiento de los plazos e incremento de los gastos también han sido de aplicación generalizada, aunque en menor medida que las anteriores. Es interesante resaltar que, a partir de 2013, los márgenes aplicados, tanto a los préstamos hipotecarios como de consumo, comienzan a reducirse, cayendo un 41,5% en 2014 indicándonos una relajación en las condiciones crediticias que tiene su reflejo, aunque en menor medida, en el resto de condiciones, como podemos observar

Tabla 2: Cambios en las condiciones aplicables a los préstamos a hogares, promedios anuales. Fuente: BDE y elaboración propia

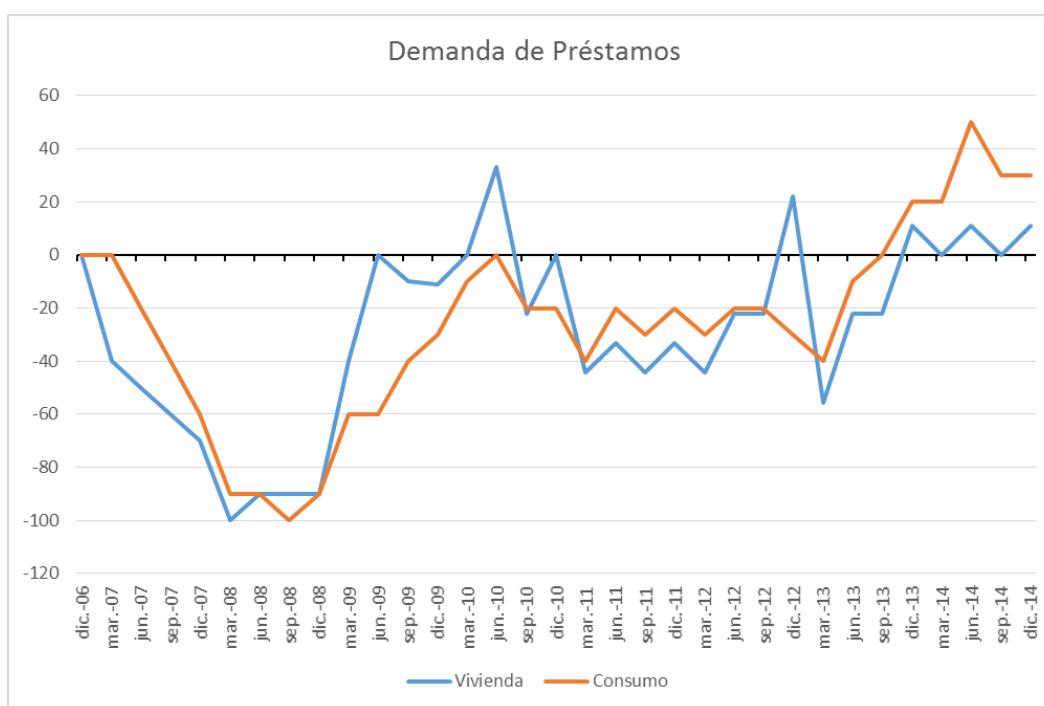
	PRESTAMOS VIVIENDA					CONSUMO			
	Margen Pmos. Ordinarios	Garantías	Cobertura	Plazo	Gastos	Margen Pmos. Ordinarios	Garantías	Plazo	Gastos
dic-06	5.0	5.0	5.0	-17.5	2.5	25.0	0.0	-2.5	2.5
dic-07	25.0	40.0	60.0	2.5	7.5	32.5	20.0	5.0	12.5
dic-08	77.5	72.5	85.0	40.0	17.5	82.5	50.0	35.0	25.0
dic-09	17.5	15.0	22.8	7.5	0.0	57.5	30.0	27.5	5.0
dic-10	13.9	0.0	2.8	0.0	0.0	32.5	5.0	0.0	2.5
dic-11	36.1	0.0	0.0	5.6	16.7	32.5	0.0	5.0	10.0
dic-12	36.1	-2.8	-2.8	5.6	8.3	27.5	0.0	5.0	10.0
dic-13	0.0	2.8	8.3	8.3	0.0	2.5	0.0	2.5	0.0
dic-14	-41.5	0.0	2.8	5.5	0.0	-5.0	0.0	-2.5	0.0

¹⁶ Es el importe del valor total del bien a adquirir que el banco financia.

en la tabla 2.

Para comprender correctamente la caída de la financiación a las familias debemos analizar lo que ha ocurrido del lado de la demanda, ya que, en el caso de que esta hubiese caído también, estaríamos ante un círculo vicioso en el que un endurecimiento de la oferta viene acompañado de una menor demanda, lo que nos llevaría a una situación de estancamiento nada deseable. En el gráfico 9 viene representado el porcentaje de entidades que señalan un aumento de la demanda menos el de aquellas que señalan una disminución de la misma. La observación del mismo nos pone de

Gráfico 9: Incremento/Disminución de la demanda de crédito de las familias. Fuente: BDE y elaboración propia



manifiesto que es muy superior el número de entidades que señalan disminuciones de la demanda de fondos, tendencia que parece cambiar ligeramente a lo largo de 2014. En los párrafos siguientes, al igual que hicimos con la oferta, se tratará de explicar las causas de esta menor demanda.

La demanda de préstamos para adquisición de vivienda disminuye, principalmente, por las malas perspectivas del mercado de la vivienda, razones por las que la demanda llega a caer un 95% de media en el ejercicio 2008, y que sigue pesando de manera importante en la demanda de financiación hasta 2014, en el que, al parecer los consumidores opinan que el mercado inmobiliario ha tocado fondo y debe comenzar a

recuperarse. La confianza del consumidor, por su parte, presenta un gran paralelismo con las perspectivas de mercado, con influencias similares, tanto en su signo como en su magnitud. Los gastos de consumo no relacionados con la vivienda, junto a una mayor propensión al ahorro familiar inciden también de manera negativa en la demanda de crédito, como podemos observar en la tabla 3.

Por lo que a los préstamos para consumo atañe, la primera razón para una menor demanda de crédito viene dada por la caída en la demanda de bienes de consumo duradero, p. ej. la crisis del sector del automóvil, cuya demanda no se ha comenzado a recuperar hasta 2014 (Aller, 2009), ya que son estos los que requieren financiación en mayor medida. Esta menor demanda de bienes de consumo duradero viene motivada, o al menos ayudada por las peores perspectivas económicas de las familias, cuya influencia es similar a la caída en el consumo. Como consecuencia de lo anterior, especialmente de la caída en los índices de confianza del consumidor, como podemos observar en la tabla 3, que en ejercicios como el 2008 tienen una incidencia negativa del 92,5%, sin convertirse en positiva hasta 2014, lo que hace que las familias incrementen su ahorro ordinario, en valores, etc.

Tabla 3: Cambios en la demanda de préstamos a hogares. Fuente: BDE y elaboración propia

	PRESTAMOS VIVIENDA				PRESTAMOS CONSUMO			
	Perspectiva Mercado Vivienda	Confianza del consumidor	Consumo no relacionado con vivienda	Ahorro Familiar	Gastos consumo duradero	Confianza del consumidor	Adquisición de Valores	Ahorro Familiar
dic-06	-2.5	2.5	2.5	2.5	32.5	7.5	2.5	2.5
dic-07	-62.5	-45.0	-17.5	-2.5	-17.5	-25.0	-12.5	-2.5
dic-08	-95.0	-97.5	-55.0	-15.0	-82.5	-92.5	-57.5	-27.5
dic-09	-45.6	-45.6	-20.0	-7.5	-47.5	-50.0	-22.5	-25.0
dic-10	-11.1	-19.4	0.0	8.3	-2.5	-15.0	0.0	-2.5
dic-11	-50.0	-38.9	-2.8	-2.8	-27.5	-30.0	-10.3	-5.0
dic-12	-30.6	-27.8	-2.8	-8.3	-22.5	-27.5	-11.1	-12.5
dic-13	-19.4	-22.2	-11.1	-11.1	-12.5	-10.0	-2.8	-7.5
dic-14	19.3	11.0	5.5	-8.3	32.5	27.5	0.0	-5.0

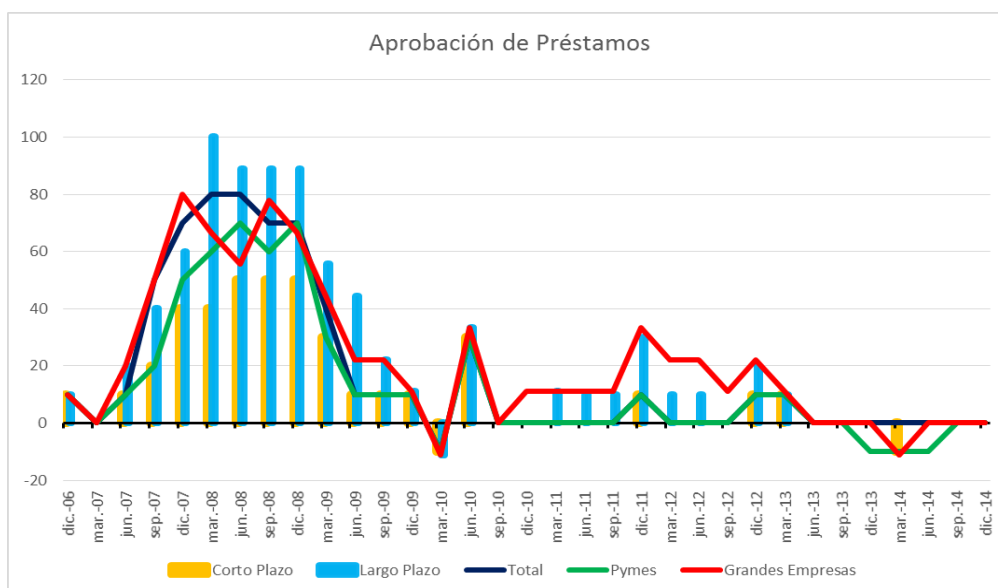
Como resumen de este análisis podemos determinar que la disminución de los créditos concedidos por las entidades financieras a las familias, tanto para adquirir vivienda, como para bienes de consumo duradero tiene un componente de contracción de la oferta, al endurecer las entidades financieras las condiciones para acceder al crédito y un no menos importante componente de demanda. Las familias, como consecuencia de la caída de su confianza en la marcha de la economía han incrementado su propensión al ahorro, disminuyendo la compra de bienes de

consumo duradero a lo que hay que sumar, para el caso de la vivienda, las malas perspectivas que presentaba el mercado, con una clara tendencia bajista que retraía la adquisición de estos bienes. En el ejercicio 2014, por su parte, estos datos comienzan a invertirse, lo que redundará en una reactivación de la demanda y oferta de crédito.

4.5.2. Análisis de la financiación a empresas:

En el gráfico 10 se presenta la evolución de los cambios en los criterios de aprobación aplicados a los préstamos y líneas de crédito a empresas. Este indicador se construye restando al porcentaje de entidades que endurecen su política crediticia, el porcentaje que suponen los que la relajan. Al igual que ha ocurrido con los préstamos a particulares, los criterios de aprobación de préstamos a empresas se han endurecido desde antes del comienzo de la crisis llegando, a situarse el valor de este indicador en el 80% en septiembre de 2008¹⁷. Este endurecimiento continúa hasta junio de 2013, en el que el número de entidades financieras que endurecen su política crediticia se iguala con el número que la relaja, presentando variaciones muy leves hasta finales de 2014. El análisis por tamaños muestra como las entidades financieras han endurecido, aunque sea ligeramente, en menor medida las condiciones que exigen a las pymes frente a las que piden a las grandes empresas. El análisis por plazos, por su parte, muestra una predilección por las operaciones a corto, que presentan un menor endurecimiento que aquellas a largo plazo, ya que, mientras que en las primeras, el

Gráfico 10: Cambios de criterios de aprobación de préstamos. Fuente: BDE y elaboración propia



¹⁷ Este valor nos indica que un 90% de las entidades han endurecido sus condiciones crediticias en 2008, mientras que un 10% las han relajado.

porcentaje neto de entidades que endurecen sus condiciones crediticias se sitúa por encima del 50% hasta junio de 2009, en los préstamos a corto siempre hay un gap de, al menos 20 puntos, (ver anexo 1).

Del análisis de la tabla 4 se desprende que existen varias razones por las que las entidades financieras han endurecido las condiciones que exigen para aprobar operaciones de préstamo/crédito a sociedades no financieras. Las dos más importantes han sido las expectativas económicas, especialmente deprimidas en el ejercicio 2008 y la percepción del riesgo sector/empresa, puesto que ambas han generado el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito para casi el 100% de las entidades. Como consecuencia de esta mayor percepción del riesgo sectorial o empresarial por parte de las entidades financieras, las garantías solicitadas también se incrementan, convirtiéndose en un factor de endurecimiento de la política crediticia. Por lo que a los costes de capital atañe, si bien tienen algo de influencia hasta 2009, no es excesivamente importante, con un comportamiento similar al del acceso a la financiación, si bien éste se incrementa hasta el 32,5% en 2008, en línea con lo que hacen el resto de factores.

Tabla 4: Factores que generan el cambio en los criterios de concesión de préstamos/créditos, fuente: BDE y elaboración propia

	Contribución de los distintos factores a los cambios en los criterios de aprobación de préstamos o créditos a empresas						
	Costes de Capital	Capacidad acceso financiación	Liquidez	Competencia (bancos)	Expectativas económicas	Riesgo sector / empresa	Garantías solicitadas
dic-06	2.5	0.0	5.0	-10.0	7.5	7.5	0.0
dic-07	5.0	7.5	10.0	-2.5	35.0	37.5	15.0
dic-08	20.0	32.5	20.0	0.0	97.5	95.0	62.5
dic-09	10.0	-2.5	-10.0	0.0	32.5	37.5	25.0
dic-10	0.0	5.0	5.0	0.0	7.5	5.0	0.0
dic-11	0.0	2.5	0.0	0.0	17.5	12.5	0.0
dic-12	0.0	12.5	0.0	0.0	20.0	10.0	0.0
dic-13	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	7.5	0.0
dic-14	0.0	0.0	0.0	0.0	-12.5	-2.5	0.0

Los dos factores restantes, liquidez y competencia de los bancos, si bien tienen un efecto menor, muestran un comportamiento interesante; en primer lugar, se puede observar como la liquidez no es un problema tras la crisis de 2008, ya que vemos como no afecta a las políticas financieras de los bancos, indicándonos que no es este el problema por el que las entidades no prestan a las empresas. El otro factor interesante de analizar es la competencia entre entidades, que no tiene efecto en las

políticas de riesgos, los que nos indica que no hay ningún tipo de apetito por conceder crédito por parte de las entidades, ya que, si existiese competencia por conceder operaciones este indicador debería tomar valores negativos, ya que sería un factor para relajar los criterios de concesión.

Tabla 5: Cambios en las condiciones aplicables a sociedades no financieras, Fuente: BDE y elaboración propia

	CONDICIONES APLICABLES					
	Margen Pmos. Ordinarios	Gastos	Importe	Garantías	Compromisos Asociados	Plazo Vencimiento
dic-06	0	0	0	2.5	7.5	-2.5
dic-07	30	5	10	17.5	10	15
dic-08	82.5	20	40	82.5	47.5	50
dic-09	25	7.5	27.5	35	30	25
dic-10	15	2.5	2.5	5	0	0
dic-11	20	7.5	0	2.5	7.5	2.5
dic-12	35	10	2.5	5	10	2.5
dic-13	0	0	0	0	2.5	5
dic-14	-45	-2.5	-5	-5	0	0

Al analizar la evolución de las condiciones aplicables a empresas se puede observar claramente que la práctica totalidad, con variaciones muy pequeñas, se endurecen en el período 2007 a 2012, para volver a relajarse en 2013. Al realizar este análisis debemos diferenciar, por una parte, aquellas que suponen un encarecimiento de las condiciones, como son el margen y los gastos aplicados a estas y, por otra parte, aquellas que suponen un endurecimiento de la política de concesión de riesgos de las entidades. En el primer grupo tenemos el margen y los gastos aplicados a los préstamos, condición ésta que vemos como se endurece prácticamente el doble que los gastos aplicados a las operaciones.

Por lo que a las exigencias de las entidades para conceder riesgos atañe, los mayores endurecimientos se producen entre 2007 y 2009, si bien, es en 2008 cuando más entidades endurecen sus condiciones. El análisis de lo que ocurre en 2008 nos pone de manifiesto que asistimos a un crecimiento de la aversión al riesgo de las entidades financieras, que recortan plazos e importes, piden más garantías y compromisos adicionales para conceder riesgos. Todas estas condiciones, no obstante, se van relajando a partir de 2013 o, en el peor de los casos, no se endurecen más.

Como se puede observar en la tabla 6, el análisis de la demanda de préstamos nos pone de manifiesto que, salvo un levísimo repunte en el ejercicio 2011, a partir de

2007, las empresas, con independencia de su tamaño, han reducido su demanda de financiación bancaria, tanto a corto como a largo plazo, contribuyendo a ese círculo vicioso que comentábamos al hablar de los préstamos a particulares, propiciado por una contracción de oferta y la demanda de crédito con efectos perniciosos para nuestra economía.

Tabla 6: Cambios en la demanda de préstamos/créditos, Fuente: BDE y elaboración propia

	DEMANDA DE PRÉSTAMOS				
	Total	PYMES	Grandes Empresas	Corto Plazo	Largo Plazo
dic-06	30.0	40.0	22.5	27.5	17.5
dic-07	-7.5	-5.0	-12.5	-2.5	-15.0
dic-08	-70.0	-60.0	-80.6	-55.0	-66.7
dic-09	-42.5	-37.5	-55.6	-35.0	-52.8
dic-10	-2.5	0.0	-11.1	0.0	-11.1
dic-11	2.5	7.5	0.0	7.5	0.0
dic-12	-22.5	-12.5	-25.0	-12.5	-20.0
dic-13	-17.5	-12.5	-25.0	-7.5	-25.0
dic-14	25.0	30.0	11.0	32.5	10.0

El análisis de la demanda de préstamos no estaría completo sin intentar profundizar en las causas del mismo, el por qué las empresas solicitan menos préstamos a las entidades, es solo porque se han endurecido las condiciones de concesión de créditos, o hay razones adicionales. La tabla 7 es bastante significativa del por qué ha caído la demanda de crédito ya que, como podemos observar, el único factor que realmente tiene relevancia para las entidades y que es capaz de hacerlas demandar crédito es la reestructuración de deuda. Esto se debe a que, como consecuencia de la crisis, muchas empresas se han visto con posiciones de pasivo a las que no podían hacer frente, de ahí que su principal prioridad haya sido negociar con las entidades financieras para alargar plazos, reducir cuotas, etc.

Tabla 7: Causas de los cambios en la demanda de préstamos/créditos Fuente: BDE y elaboración propia

	CAUSAS CAMBIOS EN LA DEMANDA DE FINANCIACION EMPRESARIAL								
	Inversión en Activo Fijo	Inversión en Activo Circulante	Fusiones, adquisiciones, etc.	Reestructuración deuda	Financiación interna	Préstamos otras entidades	Préstamos no bancarios	Emisión valores renta fija	Emisión Acciones
dic-06	10.0	30.0	10.0	10.0	2.5	0.0	0.0	5.0	0.0
dic-07	-7.5	0.0	-7.5	5.0	0.0	0.0	0.0	2.5	0.0
dic-08	-75.0	-30.0	-65.0	40.0	-20.0	5.0	-10.0	-5.0	-7.5
dic-09	-50.0	-30.0	-35.0	80.0	-30.0	0.0	-2.5	-15.0	0.0
dic-10	-15.0	-5.0	-5.0	35.0	0.0	2.5	2.5	0.0	2.5
dic-11	-2.5	0.0	0.0	12.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
dic-12	-30.0	-12.5	-11.1	12.5	-7.5	-5.0	0.0	0.0	0.0
dic-13	-20.0	-7.5	-10.6	7.5	-5.0	0.0	0.0	-7.5	-2.8
dic-14	-5.0	40.0	0.0	-5.0	0.0	-2.5	0.0	0.0	0.0

La demanda de financiación para acometer inversiones en activo fijo o financiar el crecimiento del circulante ha disminuido durante todo el período de análisis, como consecuencia de las deprimidas perspectivas económicas del período si bien, en el ejercicio 2014 esta última se reactiva, como consecuencia del crecimiento del PIB nacional, que tira del consumo, y este hace crecer las ventas y, por consiguiente, el activo circulante. Las inversiones en activo fijo, por su parte. El resto de causas, como se puede observar, no tienen apenas repercusión en la demanda de financiación por parte de las empresas.

5. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo, una vez fijado el marco teórico de la política monetaria y sus mecanismos de transmisión a la economía real se han descrito las herramientas con que cuenta el BCE para controlar la inflación e incentivar el crecimiento económico. Tras describir la evolución de la economía española desde 2007 (año en que comienzan los signos de debilidad de la economía) y la política monetaria llevada a cabo por el BCE en este tiempo de crisis financiera y posterior crisis de deuda soberana en la zona del euro; se analizan las diversas variables que se ven influidas por la política monetaria y forman parte de la transmisión de ésta a la economía real, como son los distintos tipos de interés, tipo de cambio, la financiación del estado, la demanda de crédito por parte de empresas y consumidores y la oferta de préstamos y sus condicionantes.

Considerando el análisis anterior, se llega a la conclusión de que las medidas de política monetaria tomadas por el BCE no han generado en su totalidad los efectos esperados en la economía española, debido sobre todo a la desconfianza en las expectativas económicas por parte de consumidores y empresas, que veían cómo el país estaba cada vez más endeudado (a la vez que pagaba más por su deuda debido a la prima de riesgo, que tan famosa se ha hecho durante estos años de crisis), cómo la tasa de desempleo aumentaba a niveles muy altos y cómo la economía presentaba tasas de crecimiento del PIB negativas, de tal manera que disminuyeron la demanda de préstamos. A su vez, el sector bancario tenía expectativas sobre el futuro económico similares a los demandantes de financiación, lo que fomentó que endurecieran sus criterios a la hora de conceder créditos, creando una espiral de la que es difícil salir.

El dinero que llegaba desde el BCE a los bancos españoles se destinó a financiar las arcas públicas (que eran consideradas más seguras) en lugar de a consumidores y empresas. Debido a este hecho, y considerando que las empresas y los consumidores son los que mueven la economía de un país, las políticas monetarias expansivas del BCE no empezaron a calar hasta 2014, año en el que por fin cambian las expectativas hacia el crecimiento de la economía española por parte de consumidores, empresas y entidades bancarias, abriendo el canal del crédito y aumentando la demanda de dinero, haciendo así que la economía creciese un 1,4% en 2014 (dato estimado por el Banco de España).

La idea fundamental obtenida al realizar este trabajo es que para que la política monetaria expansiva del BCE llegue a la economía real española y tenga un efecto positivo, tanto la demanda de crédito por parte de empresas y consumidores como la oferta de crédito por parte de los bancos ha de aumentar, y parece que vamos en buen camino. Ahora mismo con las medidas expansivas promovidas por el BCE para que haya una inflación cercana al 2% y que las economías de los países de la zona del euro vayan en buena dirección, mediante la creación de dinero (el famoso *Quantitative Easing* en inglés) con las TLTRO, que aportará liquidez a los bancos y les pondrá condiciones para que dicho dinero llegue a empresas y consumidores hará que, junto con las mejores expectativas de la economía española, el crecimiento económico en el país sea cada vez mayor.

6. BIBLIOGRAFIA:

Aller, R. A. (2009). Reflexiones sobre la Crisis de la Industria Española del Automóvil y sus Perspectivas. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 41-56.

Alonso, J. (2008). *Los déficits estructurales de liquidez y las tensiones en los mercados monetarios*. Estabilidad Financiera, (14).

Banco de España. (2008). *Informe Anual*.

Banco de España. (2007). *Informe Anual*.

Banco de España. (2009). *Informe Anual*.

Banco de España. (2010). *Informe Anual*.

Banco de España. (2011). *Informe Anual*.

Banco de España. (2012). *Informe Anual*.

Banco de España. (2013). *Informe Anual*.

Banco de España. (2014). *Infoeme trimestral de la economía española, Diciembre*.

Banco de España. (2015). *Glosario de Política Monetaria*. Obtenido de <http://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioPolt/indexP.html>

Banco de España. (s.f.). *Los instrumentos del Eurosistema*. Obtenido de http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html

Banco de España. (marzo 2015). *España, Síntesis de Indicadores, Indicadores económicos generales*.

Banco de España. (marzo 2015). *Zona del Euro, indicadores económicos generales*.

BCE. (22 de 1 de 2015). *Nota de prensa BCE*. Obtenido de http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html

BCE. (s.f.). http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.es.html.

BDE. (2015). *Glosario, Portal del Cliente Bancario*. Obtenido de <http://www.bde.es/clientebanca/glosario/r/repo.htm>

Caixabank. (s.f.). https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/aula_879.pdf.

El País. (s.f.).

http://economia.elpais.com/economia/2015/03/08/actualidad/1425832513_016391.html.

http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.es.html. (s.f.).

Mishkin, A. E. (June de 1996). The yield curve as a predictor of U.S. Recessions. (F. R. York, Ed.) *Current Issues in Economics and Finance*.

Naredo, J. M. (2010). *El modelo inmobiliario español y sus consecuencias*. Obtenido de <http://habitat.aq.upm.es/boletin/n44/ajnar.html>

Praet, C.-T. y. (2014). Garantizar la transmisión de las señales de política: una revisión de la política monetaria del BCE desde 2007 hasta 2013. *Papeles de Economía Española*, 2-18.

Samuelson Paul, N. W. (2010). *Economía*. McGraw-Hill Interamericana de España S.L.

Times, F. (s.f.). http://lexicon.ft.com/Term?term=long_term-refinancing-operation-_l-tro.

UNION EUROPEA. (14/12/2011). *Diario Oficial de la Unión Europea*.

ZURITA. (2014). La reforma del sector bancario español hasta la recuperación de los flujos de crédito. *DOCUMENTO DE TRABAJO 14/12 BBVA RESEARCH*.

7. ANEXOS

Anexo 1: Evolución Crédito a empresas por sectores productivos y familias por destino de los fondos

	CREDITOS POR SECTORES PRODUCTIVOS (MILLONES DE EUROS)					CREDITO A FAMILIAS				
	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	De los que: Construcción	Total	Vivienda	B. Consumo	Resto
dic-06	781,644	23,014	119,488	134,317	504,825	244,050	700,294	548,740	51,461	100,094
mar-07	816,098	23,436	121,148	137,836	533,678	264,653	726,179	570,989	52,713	102,477
jun-07	869,174	24,294	132,145	144,552	568,184	282,081	754,726	593,655	53,898	107,174
sep-07	910,001	25,085	140,332	150,341	594,243	292,599	768,197	609,791	54,035	104,371
dic-07	943,087	25,245	141,571	153,453	622,818	303,514	789,250	623,540	56,576	109,133
mar-08	962,331	25,003	143,816	154,237	639,275	311,272	802,258	635,010	57,357	109,891
jun-08	991,307	25,727	148,218	155,600	661,762	313,176	817,074	645,286	57,726	114,062
sep-08	1,005,670	26,593	155,481	156,363	667,233	315,443	816,755	651,958	55,859	108,938
dic-08	1,018,048	26,244	156,141	151,848	683,816	318,032	819,412	655,145	54,176	110,092
mar-09	1,022,369	24,472	158,905	143,515	695,477	324,222	808,715	651,495	50,560	106,660
jun-09	1,012,499	23,732	158,800	134,690	695,278	324,663	815,068	651,564	49,583	113,922
sep-09	1,007,157	23,576	153,070	134,045	696,466	324,439	810,149	652,434	49,840	107,875
dic-09	999,570	23,123	152,199	130,438	693,809	322,984	813,939	654,566	49,273	110,101
mar-10	994,554	22,791	149,368	126,464	695,931	322,820	811,242	655,473	47,716	108,053
jun-10	1,005,070	23,366	152,413	124,054	705,236	321,946	821,460	660,436	44,712	116,312
sep-10	1,008,385	23,456	152,031	121,514	711,385	320,090	810,717	659,232	40,259	111,225
dic-10	1,012,916	23,128	152,376	114,519	722,893	315,782	812,781	662,798	42,068	107,916
mar-11	1,002,253	22,618	145,796	109,582	724,257	312,152	804,029	658,133	41,073	104,823
jun-11	994,086	22,435	146,481	105,489	719,681	308,424	805,058	658,999	40,201	105,858
sep-11	976,280	22,203	145,503	102,258	706,316	303,506	794,554	655,726	38,478	100,350
dic-11	970,773	21,782	143,246	98,546	707,198	298,323	793,430	656,452	37,686	99,292
mar-12	968,348	21,416	139,850	96,193	710,889	295,696	782,441	649,716	35,835	96,890
jun-12	944,709	21,085	138,007	91,869	693,749	286,942	779,915	644,201	34,726	100,988
sep-12	916,389	20,852	135,138	87,794	672,604	280,245	767,855	639,522	31,953	96,381
dic-12	829,788	20,217	131,109	76,217	602,246	224,015	755,689	633,138	32,904	89,647
mar-13	798,151	19,138	127,110	69,013	582,891	204,281	743,849	625,439	29,212	89,199
jun-13	763,059	18,974	122,351	64,195	557,539	198,432	738,107	618,663	26,762	92,683
sep-13	742,033	18,731	118,251	62,934	542,117	195,083	724,319	610,497	27,239	86,583
dic-13	719,180	18,448	115,465	60,154	525,113	176,822	714,984	604,395	25,910	84,679
mar-14	712,509	17,756	113,148	58,386	523,218	170,839	713,733	599,144	22,671	91,918
jun-14	693,553	17,571	110,307	55,436	510,239	161,218	713,717	595,437	25,321	92,959
sep-14	671,336	17,793	108,673	53,403	491,467	156,197	697,741	586,086	24,459	87,196

Fuente: BDE y Elaboración Propia

anexo 2: Cambios en los criterios de aprobación de préstamos a empresas

	Total	Por Destinatario		Por Plazo	
		Pymes	Grandes Empresas	Corto Plazo	Largo Plazo
dic-06	10	10	10	10	10
mar-07	0	0	0	0	0
jun-07	10	10	20	10	20
sep-07	50	20	50	20	40
dic-07	70	50	80	40	60
mar-08	80	60	66.7	40	100
jun-08	80	70	55.6	50	88.9
sep-08	70	60	77.8	50	88.9
dic-08	70	70	66.7	50	88.9
mar-09	40	30	44.4	30	55.6
jun-09	10	10	22.2	10	44.4
sep-09	10	10	22.2	10	22.2
dic-09	10	10	11.1	10	11.1
mar-10	-10	-10	-11.1	-10	-11.1
jun-10	30	30	33.3	30	33.3
sep-10	0	0	0	0	0
dic-10	0	0	11.1	0	0
mar-11	0	0	11.1	0	11.1
jun-11	0	0	11.1	0	10
sep-11	0	0	11.1	0	10
dic-11	10	10	33.3	10	30
mar-12	0	0	22.2	0	10
jun-12	0	0	22.2	0	10
sep-12	0	0	11.1	0	0
dic-12	10	10	22.2	10	20
mar-13	10	10	11.1	10	10
jun-13	0	0	0	0	0
sep-13	0	0	0	0	0
dic-13	0	-10	0	0	0
mar-14	0	-10	-11.1	-10	0
jun-14	0	-10	0	0	0
sep-14	0	0	0	0	0
dic-14	0	0	0	0	0

Fuente: BDE y Elaboración Propia