



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales
Grado en Relaciones Internacionales

Trabajo Fin de Grado

Análisis de la evolución de la política monetaria del BCE y el impacto del Covid-19

“Tiempos extraordinarios requieren medidas extraordinarias. Nuestro compromiso con el euro es ilimitado” Christine Lagarde (19 de marzo de 2020)

Estudiante: Rocío Dávila Matos

Director: Karin Alejandra Irene Martin Bujack

Madrid, mayo 2021

RESUMEN

La irrupción del coronavirus está provocando una crisis sanitaria y económica sin precedentes, en la que las autoridades económicas europeas, como el Banco Central Europeo, juegan un papel clave para su recuperación. En este sentido, la política monetaria tiene una función primordial para llevar a cabo el correcto funcionamiento de los mercados financieros. Las decisiones de la institución monetaria son esenciales para mantener la estabilidad financiera.

La ineficiencia de la política monetaria convencional, tras el impacto de la crisis financiera global de 2008 y de la crisis de deuda europea de 2014-2016, ha sido complementada con el uso de instrumentos no convencionales como el *Quantitative Easing* (QE). Dicha herramienta se ha convertido en la medida crucial para combatir la actual crisis pandémica de 2020.

Por ello, el propósito del presente trabajo se centra en dos principales objetivos; por un lado, describir las medidas adoptadas por el BCE, haciendo un análisis previo de la institución monetaria, sus funciones y objetivos, y por otro, investigar los riesgos de política monetaria ultra expansiva a largo plazo, así como evaluar la limitación en los instrumentos de política monetaria.

Palabras clave: *política monetaria, BCE, instrumentos de política monetaria, QE, Covid-19.*

ABSTRACT

The outbreak of the coronavirus is causing an unprecedented health and economic crisis, in which the European economic authorities, such as the European Central Bank, play a key role in its recovery. In this regard, monetary policy plays a key role in the proper functioning of the financial markets. The monetary institution's decisions are essential for maintaining financial stability.

The inefficiency of conventional monetary policy, following the impact of the 2008 global financial crisis and the 2014-2016 European debt crisis, has been complemented by the use of unconventional instruments such as Quantitative Easing (QE). Such tool has become the crucial measure to combat the current 2020 pandemic crisis.

Therefore, the purpose of this paper focuses on two main objectives; on the one hand, to describe the measures adopted by the ECB, making a previous analysis of the monetary institution, its functions and objectives, and on the other hand, to investigate the risks of ultra-expansionary monetary policy in the long term, as well as to evaluate the limitation in the monetary policy instruments.

Keywords: *monetary policy, ECB, monetary policy instruments, QE, Covid-19.*

ÍNDICE

<i>CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN</i>	7
1.1 Finalidad y motivos	7
1.2 Objetivos	8
1.3 Metodología y estructura	8
<i>CAPÍTULO 2: ESTADO DE LA CUESTIÓN Y MARCO TEÓRICO</i>	10
2.1 Introducción al BCE	10
2.1.1 Funciones y objetivos	11
2.1.2 Estructura e independencia	12
2.2 Instrumentos de la política monetaria	13
2.2.1 Introducción a la política monetaria	13
2.2.2 Política monetaria convencional	14
2.2.3 Política monetaria no convencional	15
<i>CAPÍTULO 3: QUANTITATIVE EASING</i>	19
3.1 Definición	19
3.2 Asset Purchase Programme (APP)	20
<i>CAPÍTULO 4: EL ESTADO DE LA POLÍTICA MONETARIA PREVIO A LA CRISIS DEL COVID-19.</i>	23
4.1 La inflación	24
4.2 Los tipos de interés oficiales	25
4.3 El balance del BCE	26
<i>CAPÍTULO 5: MEDIDAS ADOPTADAS POR EL BCE FRENTE AL COVID-19</i>	27
5.1 Estallido Covid-19	27
5.2 Medidas adoptadas por el BCE	28
5.2.1 Apoyo al crédito	29
5.2.2 Relajación de garantías	29
5.2.3 <i>Quantitative easing</i>	30
<i>CAPÍTULO 6: IMPACTO Y RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ANUNCIADAS POR EL BCE</i>	32
<i>CAPÍTULO 7: RIESGOS Y RETOS DE LA POLÍTICA EXPANSIVA DEL BCE</i>	36
<i>CAPÍTULO 8: CONCLUSIÓN</i>	41
<i>Bibliografía</i>	44

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Mecanismo de transmisión de los tipos de interés a los precios	13
Figura 2: Tipo de interés del Banco Central Europeo (2006-2009)	16
Figura 3: Evolución del tipo interés para facilidad de depósito (2008-2019)	18
Figura 4: Mecanismo de transmisión para las compras de activo	20
Figura 5: Evolución de compras mensuales del programa APP	22
Figura 6: Evolución de la inflación 2008-2019	24
Figura 7: Tipo de interés oficiales del BCE (en %)	25
Figura 8: Evolución del balance del Banco Central Europeo	26
Figura 9: Evolución de compras mensuales del programa PEPP	32
Figura 10: Tipos de interés de bonos soberanos a 10 años (en %)	33
Figura 11: Proyecciones macroeconómicas (Inflación y PIB)	40

Acrónimos

APP: Asset Purchase Programme

BCE: Banco Central Europeo

BCN: Banco Central Nacional

FED: The Federal Reserve (Reserva Federal de los Estados Unidos)

IAPC: Índice Armonizado de Precios al Consumo

LTRO: Longer-Term Refinancing Operation

MRO: Main Refinancing Operation

OMT: Outright Monetary Transactions

PELTRO: Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations

PEPP: Pandemic Emergency Purchase Programme

PIB: Producto Interior Bruto

QE: Quantitative Easing

SEBC: Sistema Europeo de Bancos Centrales

TFUE: Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

TLTRO: Targeted Longer-Term Refinancing Operation

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

1.1 Finalidad y motivos

La llegada del coronavirus está generando actualmente una crisis sanitaria y económica sin precedentes. No hay duda de que esta crisis representa un desafío para las autoridades económicas europeas. La pandemia se ha extendido a escala mundial provocando medidas de confinamiento que han paralizado la actividad en ciertos sectores y regiones europeas. El impacto sobre la actividad económica global y la incertidumbre en las perturbaciones de la economía europea provocadas por el virus, son las razones de elección de este tema. En concreto, el interés se centra en dos aspectos fundamentales para el correcto funcionamiento de los mercados financieros internacionales:

- La política monetaria, uno de los ejes de apoyo para la recuperación económica.
- La importancia de las decisiones y funciones de los bancos centrales en el conjunto de la economía mundial, concretamente del Banco Central Europeo.

Esta crisis supone un desafío para la unidad de la región del euro, que ha provocado un aumento en el compromiso de los expertos en debatir sobre las medidas necesarias para reducir las consecuencias económicas de la crisis sanitaria. Las decisiones tomadas por el Banco Central Europeo junto con las respectivas opiniones de economistas, son mencionadas prácticamente a diario en todos los medios de comunicación: televisión, periódico y radio. Con este fin, a lo largo del trabajo, se va a aludir a las opiniones de los autores más importantes para poder entender las decisiones tomadas por el Banco Central Europeo. Por tanto, es indiscutible la relevancia actual de la cuestión elegida para la realización del presente Trabajo de Fin de Grado.

1.2 Objetivos

A pesar de la recuperación económica de los últimos años, el brote de COVID-19 ha tenido un impacto negativo, dando lugar a la necesaria intervención de los bancos centrales para salvaguardar la estabilidad financiera. El Banco Central Europeo (en adelante, BCE) está llevando a cabo un papel clave para hacer frente a esta situación. En este sentido, el presente trabajo se desarrollará sobre dos objetivos.

En primer lugar, describir las medidas adoptadas por el BCE explicando tanto sus causas como sus efectos y resultados. Haciendo un análisis previo del organismo monetario, sus funciones y objetivos, se espera poder entender la elección de los instrumentos de política monetaria a través de los cuales se pone en marcha dichos objetivos.

En segundo lugar, investigar los riesgos de la política monetaria ultra expansiva, aplicada como consecuencia del estallido del Covid-19; así como, la evaluación de la limitación en los instrumentos de política monetaria.

Por ello, con la realización de este Trabajo de Fin de Grado, se espera ofrecer una perspectiva de los mercados financieros que ayude a entender el papel de la política monetaria en la economía europea.

1.3 Metodología y estructura

Una vez detallados los objetivos a conseguir en el presente trabajo, hay que especificar la metodología seguida para su desarrollo. En primer lugar, se hará una introducción sobre el BCE: su función y objetivos. Además, de los instrumentos de política monetaria: convencionales y no convencionales. Para ello, se hará referencia a la bibliografía oficial del BCE así como artículos académicos. A continuación, se describirá el significado y los objetivos del *Quantitative Easing* (QE) junto con los programas implementados en Europa.

Después de haber introducido las bases teóricas sobre las que se desarrollará la investigación, se procederá a analizar el estado de la política monetaria, previa a la crisis del COVID-19, para describir las medidas tomadas actualmente. A su vez, se intentará explicar su impacto en los mercados financieros.

A continuación, haré una reflexión sobre los riesgos de aplicar este tipo de política monetaria y evaluar el margen de maniobra del BCE. Para ello, analizaré la sentencia del Tribunal Constitucional Federal Alemán, dictada el 5 de mayo de 2020, mediante la decisión (UE) 2015/774.

Por último, se expondrán las principales conclusiones de la investigación del presente Trabajo de Fin de Grado.

Por lo tanto, realizar este trabajo implica estar al corriente de las reuniones del Consejo de Gobierno del organismo monetario, para poder conocer todos los posibles cambios en su política. Así pues, se analizarán los comunicados de prensa escrita y la conferencia en video que se emite después. Haré una investigación profunda sobre los artículos de periódicos económicos, como "Expansión", al igual que trabajos académicos extraídos de portales, como *Scopus* y *Google Scholar*. Además, para la valoración macroeconómica se usarán las bases de datos ofrecidas por la agencia económica como Eurostat y el portal de web del Banco Central Europeo. Toda la información citada y consultada para el desarrollo del presente documento estará recogido en el apartado de bibliografía en formato APA.

CAPÍTULO 2: ESTADO DE LA CUESTIÓN Y MARCO TEÓRICO

Antes de abordar el objetivo principal de este TFG, anteriormente mencionado, es necesario conocer el BCE en profundidad. En este apartado, se sientan las bases para poder comprender la elección de los instrumentos de política monetaria por parte de este organismo. En este sentido, se expone todo lo relativo de la autoridad monetaria, desde su creación, sus funciones, su objetivo, hasta sus instrumentos para formular la política monetaria.

2.1 Introducción al BCE

El BCE es una institución supranacional fundada en 1998 con la creación del euro y la transferencia de competencias de once Bancos Centrales Nacionales de la Unión Europea (European Central Bank, 2020). La base jurídica se encuentra en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea que entró en vigor en 2009 (en adelante, TFUE) y en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE. Desde 1999 es el órgano encargado de la gestión de la política monetaria de la zona euro.

Es importante tener en cuenta la diferencia entre el Sistema Europeo de Bancos Centrales (en adelante, SEBC) y el Eurosistema. El primero está compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de los países miembros de la Unión Europea, sin distinguir la pertenencia al euro o no. Mientras que el segundo, está formado por el BCE junto con los bancos centrales de la eurozona. Cuando se constituyó la Unión Monetaria Europea (UME) se pensaba que todos los países de la Unión Europea se iban a integrar, pero no se consiguió tal fin. Es por ello, que se necesitó la creación de un órgano que represente únicamente a los países que conforman la moneda única. El SEBC no tiene personalidad jurídica propia, ya que son el BCE y los BCN quienes la poseen. Por eso, en el TFUE se hace referencia al SEBC y no al Eurosistema (European Central Bank, 2020).

2.1.1 Funciones y objetivos

Según el artículo 127 del TFUE: *“El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, [...] será mantener la estabilidad de precios y sin perjuicio de lo cual, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea”*. La estabilidad de precios se refiere al nivel general de los precios en la economía. El Consejo de Gobierno del BCE ha cuantificado este objetivo como: *“un aumento anual en el índice armonizado de precios (IAPC) al consumo para la eurozona en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% en el medio plazo”*. Cada Estado miembro tiene su propio Instituto Nacional de Estadística que manda toda su información a la propia oficina europea, Eurostat, que se encarga de vigilar la veracidad de los datos nacionales y del cálculo posterior del IAPC para la eurozona (European Central Bank, 2020). Analizando la definición anterior se entiende que hay que evitar por un lado, una inflación superior al 2% y por otro lado, la deflación, ya que ambos casos serían incompatibles con la estabilidad de precios. De ahí la importancia de impedir tanto una inflación como una deflación duradera.

Por ende, las funciones del BCE se rigen, según el art. 127 del TFUE y son llevadas a cabo mediante el Eurosistema. Las competencias del BCE son (European Central Bank, 2020):

- Definir y ejecutar la política monetaria de la Unión.
- Realizar operaciones con divisas según la política cambiara establecida por el Consejo Europeo.
- Poseer y gestionar las reservas oficiales de los Estados miembros.
- Promover el buen funcionamiento de sistemas de pagos.
- Contribuir a la buena gestión de la supervisión y estabilidad financiera.
- Autorizar la emisión de billetes.

2.1.2 Estructura e independencia

La estructura del Banco Central Europeo está organizada en tres principales órganos rectores (European Central Bank, 2020) :

- a. El Consejo de Gobierno, formado por el Comité Ejecutivo junto con los gobernadores de los diecinueve BCN de la eurozona, es el órgano más importante ya que toma las decisiones sobre la política monetaria. Se encarga de adoptar las funciones asignadas al BCE y al Eurosistema. Se reúne dos veces al mes y cada seis semanas nombra las medidas de política monetaria a través de una conferencia de prensa. Para tomar estas decisiones, elabora un análisis de la evolución económica y política monetaria.
- b. El Comité Ejecutivo, compuesto en 2021, por la presidenta, Christine Lagarde; el vicepresidente, Luis de Guindos y cuatro miembros nombrados por el Consejo Europeo. Se encargan de la gestión y ejecución de la política monetaria decidida por el Consejo de Gobierno.
- c. El Consejo General, es el órgano que incluye a los 27 Estados miembros de la UE, formado por todos los gobernadores de los BCN, más el presidente y el vicepresidente del BCE. Tiene el papel de coordinación de las políticas monetarias de la UME con el resto de países.

El principio de independencia del BCE es un aspecto clave en la toma de decisiones de la institución, se encuentra recogido en el art. 130 del TFUE e indica: *“ni el Banco Central Europeo, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones, órganos u organismos de la Unión, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano”*(European Central Bank, 2020).

Así pues, todas las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE son independientes de la opinión de los gobiernos de los países miembros. Además, los

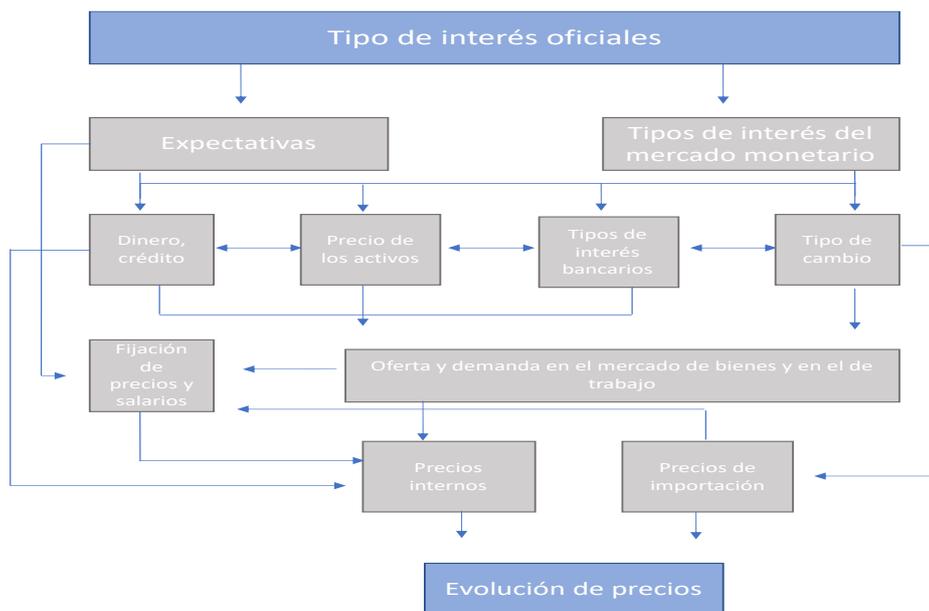
intereses financieros del BCE están separados de los del conjunto de la UE y es por ello, que el BCE tiene su único presupuesto.

2.2 Instrumentos de la política monetaria

2.2.1 Introducción a la política monetaria

La política monetaria tiene que ver con la cantidad de dinero que hay en circulación en la economía, es decir, la oferta monetaria y con el coste de ese dinero, esto es, el tipo de interés. Los bancos centrales en función del estado de la economía deciden si llevan a cabo una política monetaria expansiva o restrictiva. La primera, se realiza cuando el objetivo es estimular la economía, es decir, aumentar la inflación, el consumo y la inversión. Por el contrario, la segunda, tiene como fin moderar el crecimiento, reducir la inflación, el consumo y la inversión. La vía para conseguir tales objetivos, se conoce como el mecanismo de transmisión monetaria, consistente en el proceso por el cual las decisiones de política monetaria afectan a la economía y especialmente al nivel de precios. Existen varios canales a través de los cuales la política monetaria se transmite a la economía real.

Figura 1: Mecanismo de transmisión de los tipos de interés a los precios



Fuente: elaboración propia a partir de (Esteve & Prats Albentosa, 2011).

En la figura 1, se puede observar los principales canales de transmisión de política monetaria, que comienzan con una modificación de los tipos de interés oficiales (Esteve & Prats Albentosa, 2011).

2.2.2 Política monetaria convencional

El BCE cuenta con los siguientes instrumentos ordinarios: operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y coeficiente legal de caja (Banco Central Europeo, 2011).

1. Operaciones de mercado abierto: es una medida cuyo objetivo es controlar los tipos de interés y la cantidad de liquidez en el sistema, así como orientar la política monetaria. A su vez, se divide en cuatro subcategorías:
 - a. Las operaciones principales de financiación (OPF o MRO por sus siglas en inglés) consisten en la inyección de liquidez por parte del BCE con carácter temporal, vencimiento normalmente a una semana¹ y de frecuencia semanal. Son las más importantes porque representan la principal fuente de financiación al sector bancario dentro del Eurosistema.
 - b. Las operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO por sus siglas en inglés), como su propio nombre indica, tienen un periodo de vencimiento superior a las anteriores, concretamente de 3 meses, junto con una frecuencia mensual. Al igual que las OPF, se realizan mediante subastas estándar².
 - c. Las operaciones de ajuste, que pueden ser de absorción, o de inyección de liquidez, sin tener una periodicidad ni un vencimiento; cuyo objetivo es regular la liquidez en el sistema, controlando los efectos causados en los tipos de interés.

¹ Modificación del plazo de las operaciones principales de financiación en marzo de 2004 de dos semanas a una semana.

² La calificación “estándar” significa que se realizan de conformidad con un calendario anunciado previamente y se realizan dentro de las 24 horas desde el anuncio de la subasta hasta la notificación del resultado.

- d. Las operaciones estructurales, se ejecutan por el BCE para ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero. Se efectúan mediante operaciones temporales, simples o la emisión de certificados de deuda.
2. Facilidades permanentes: tienen el objetivo de inyectar o absorber liquidez y controlar los tipos de interés del mercado a un día. Esta herramienta se realiza mediante los distintos bancos centrales nacionales de la zona euro. Las entidades financieras pueden recurrir a dos facilidades permanentes; la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito sin tener en circunstancias normales algún límite o restricción. Aunque para utilizar la facilidad marginal de crédito tienen que presentar a cambio unos activos de garantía. Durante la crisis financiera, el uso de la facilidad de depósitos creció exponencialmente ya que muchos bancos prefirieron mantener más reservas en los bancos centrales, en vez de prestarlas a otras entidades de crédito por la incertidumbre y el riesgo ocasionado.
 3. Coeficiente legal de caja: es el volumen mínimo de reservas que las entidades de crédito deben depositar por ley en el BCE. Su función principal es la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario.

2.2.3 Política monetaria no convencional

Las herramientas convencionales mencionadas anteriormente, son utilizadas en situaciones ordinarias para formular la política monetaria. Sin embargo, existen contextos económicos en los que se han comprobado su ineficiencia, teniendo que ser complementadas con instrumentos extraordinarios. Este tipo de medidas dan respuesta a decisiones tomadas en momentos excepcionales con un límite temporal (Esteve & Prats Albentosa, 2011). Su origen deriva de la quiebra de Lehman Brothers en 2008, desencadenado una crisis financiera y económica global con una creciente incertidumbre hacia la estabilidad financiera. Es por tanto, en este ámbito, cuando se produce el fallo del esquema de la política monetaria convencional. En concreto, existen dos hechos que fueron los causantes.

Por un lado, el colapso de los mercados monetarios con la quiebra del primer eslabón de la política monetaria, es decir, el tipo de interés del mercado interbancario. Por consiguiente, se vuelve insuficiente para poder garantizar la transmisión de política monetaria a la economía real.

Por otro lado, la reducción de los tipos oficiales hasta niveles fijos y próximos a cero (Esteve & Prats Albentosa, 2011). La entrada hacia una gran recesión y deflación llevó a las autoridades monetarias globales a reducir los tipos de interés hasta situarlos en niveles históricamente bajos. En concreto, el BCE, como se puede ver en la figura 2, redujo los tipos en un total de 325 puntos básicos hasta situarlos en el 1% en 2009. Este cuadro recoge la evolución de las fechas exactas en el que el BCE fue rebajando de forma continuada los tipos de interés.

Figura 2: Tipo de interés del Banco Central Europeo (2006-2009)

Fechas de cambio	Nivel en %	Variación pb
13-12-06	3.50	
14-03-07	3.75	+ 25
13-06-07	4.00	+ 25
09-07-08	4.25	+ 25
15-10-08	3.75	- 50
12-11-08	3.25	- 50
10-12-08	2.50	- 75
21-01-09	2.0	- 50
11-03-09	1.50	- 50
08-04-09	1.25	- 25
13-05-09	1.00	- 25
Hasta octubre 2008	9 meses	+ 75
Octubre 2008-Mayo 2008	8 meses	- 325
Total	17 meses	- 325

Fuente: elaboración propia a partir del portal web del (BCE, 2020)

Por ese motivo, cuando los intereses oficiales se encuentran en niveles muy bajos, se pone de manifiesto la necesidad de introducir nuevos canales de transmisión que garanticen la estabilidad de precios. Por tanto, ambos sucesos motivaron la

introducción de la política monetaria no convencional mediante la expansión monetaria del balance de los bancos centrales.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que la secuencia de la crisis fue distinta en Europa que en Estados Unidos, por lo que, el BCE se vio sometido a desafíos de política monetaria diferentes a los de otros bancos centrales. En Europa, adicionalmente a la crisis financiera, se añade en 2010 una crisis de deuda pública, es decir, una gran dificultad de los Estados para financiarse, provocada por los desequilibrios fiscales y macroeconómicos como consecuencia de las políticas nacionales europeas (Millaruelo & del Rio, 2013). Asimismo, según estos autores, las economías europeas dependen más del sistema bancario para buscar financiación en comparación con la estadounidense. Como consecuencia, existen unas divergencias estructurales e institucionales entre ambas economías que provocan su desigualdad en la actuación, ya que Europa está expuesta a una mayor debilidad ante una crisis del sistema interbancario.

Así pues, la política monetaria no convencional del BCE evolucionó en etapas, persiguiendo en general dos objetivos claves (Potter & Smets, 2019):

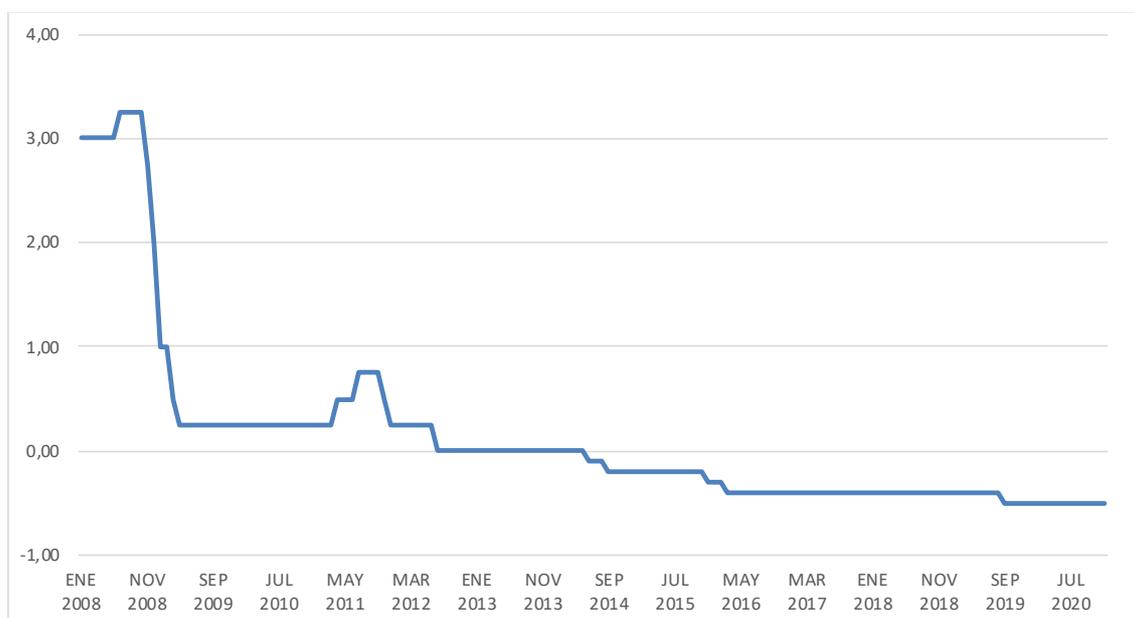
1. Afrontar los problemas del mecanismo de transmisión de la política monetaria.
2. Proporcionar estímulos monetarios adicionales una vez que no se pueda reducir más las tasas de interés.

Las herramientas utilizadas como consecuencia de estos objetivos se pueden clasificar en cuatro categorías: el tipo de interés negativo, la facilidad de disponibilidad extraordinaria, el *forward guidance* y los programas de adquisición de activos.

Primero, la política de tipo de interés negativo fue aplicada a partir de 2014. Como se observa en la figura 3, la facilidad marginal de depósito se ha ido reduciendo a lo largo de los años hasta llegar a ser negativa desde el 2014. Ello implica que los bancos que hacen depósitos en el BCE incurren en un coste, en vez de obtener una rentabilidad. El objetivo es penalizar el depósito para estimular la actividad económica.

Figura 3: Evolución del tipo interés para facilidad de depósito (2008-2019)

(en %)



Fuente: Elaboración propia a partir del portal web del (BCE, 2020).

Segundo, la facilidad de disponibilidad extraordinaria en el que el BCE proporciona liquidez a los bancos para que se pueda poner a disposición de los agentes económicos. Estas medidas son las VLTRO, que a diferencia de las LTRO, tienen un vencimiento a 3 años. Fueron aplicadas en 2011 y 2012 sumando en conjunto hasta 1 billón de euros. Posteriormente, el BCE anunció las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO por sus siglas en inglés) con vencimientos de hasta 4 años. La primera serie se inició en 2014 y la segunda, TLTRO-II, en 2016. Estas últimas, se diferencian de las VLTRO, en que se dirigieron explícitamente para la concesión de préstamos a la economía real, con el propósito de evitar que la liquidez proporcionada a los bancos se utilizara en comprar deuda pública. El volumen y el coste de dinero que podían obtener los bancos estaban ligados a la cantidad prestada a las empresas y consumidores de la eurozona. Mediante este incentivo se pretendía estimular la actividad económica (European Central Bank, 2020).

Tercero, el *forward guidance* consiste en un criterio de comunicación de un Banco Central sobre la orientación futura de la política monetaria. Su objetivo es influir

en las expectativas y comportamientos del sector privado. Se aplicó no solo para los tipos de interés oficiales, sino también para el resto de las herramientas.

El cuarto instrumento es la expansión cuantitativa o QE (según sus siglas en inglés) convirtiéndose en la medida crucial para afrontar la crisis. Este instrumento será explicado con mayor profundidad en el siguiente apartado, debido a su relevancia actual, siendo el instrumento clave para combatir la crisis del coronavirus.

CAPÍTULO 3: *QUANTITATIVE EASING*

3.1 Definición

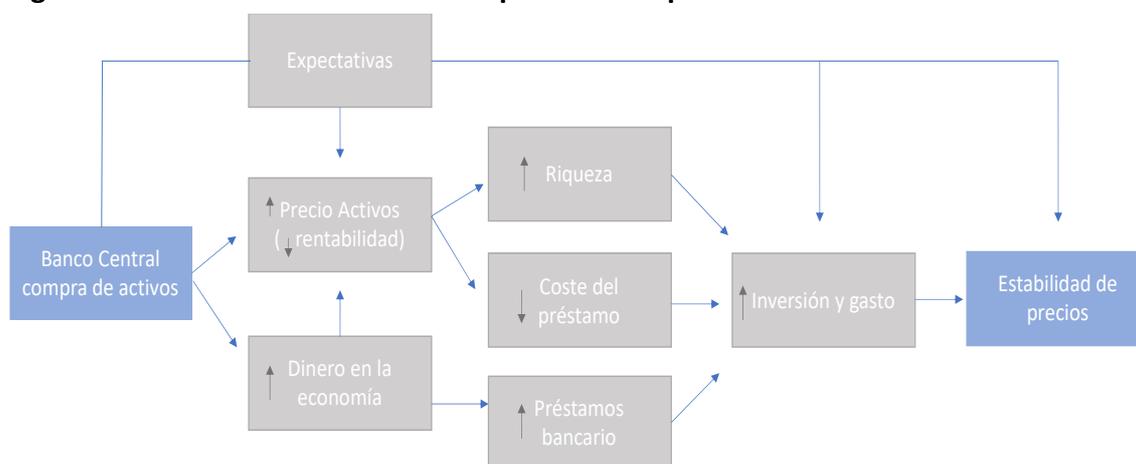
Una vez introducido las características de la política monetaria y en línea con los objetivos del presente trabajo, a continuación, es importante entender el significado del QE.

El origen de este instrumento proviene del Banco Central de Japón implementado entre los años 2001 y 2006 para hacer frente a la crisis originada por la burbuja inmobiliaria y la consiguiente deflación del país.

El QE es un programa de estímulo que se basa en la compra de activos financieros, principalmente de deuda soberana por parte de los bancos centrales. Su objetivo es aumentar tanto su precio como su demanda y, por tanto, disminuir su rentabilidad y el coste de financiación. De esta manera, se incentiva la concesión crediticia y se facilita la financiación de empresa y particulares. Como resultado, aumenta la inversión y el gasto (European Central Bank, 2020). En la siguiente figura 4, se puede observar un resumen del mecanismo de transmisión mediante la compra de activos financieros. Se puede apreciar cómo un banco central, mediante otro

mecanismo de transmisión diferente al tipo de interés, influye en la estabilidad de precios.

Figura 4: Mecanismo de transmisión para las compras de activo



Fuente: elaboración propia a partir del (BCE, 2020).

A su vez, esta introducción del QE sirve de base para entender la elección del BCE en 2015 del programa de compra masiva de activos públicos (APP por su acrónimo en inglés), que se detalla en el siguiente apartado.

3.2 Asset Purchase Programme (APP)³

La profundidad de la crisis iniciada en 2007 provocó que el BCE se uniera a la actuación de la Reserva Federal de los Estados Unidos (en adelante, Fed) y del Banco de Inglaterra con el uso del QE, después de que la vía de la reducción de tipos fuera insuficiente. El riesgo de deflación fue el motivo oficial para la implementación del programa, pero existen otras razones, como son, el volumen de deuda pública, los déficits de algunos Estados y la cotización del euro respecto al dólar (Sala Rios & Minguell Chillón, 2016). Hay que recordar que Europa además de ser afectada por la crisis financiera, tuvo una crisis de deuda pública en el que muchos Estados tuvieron un aumento descontrolado de su endeudamiento. Según estos autores, el objetivo del BCE

³ Nombre oficial del programa que incluye los siguientes programas: *corporate sector purchase programme (CSPP)*, *public sector purchase programme (PSPP)*, *asset-backed securities purchase programme (ABSPP)*, *third covered bond purchase programme (CBPP3)*

era reducir el coste del endeudamiento de los países de la eurozona y proporcionar estabilidad en el mercado. Además, el BCE pretendía desincentivar la compra de bonos por parte de las entidades de crédito, para así, facilitar las condiciones de préstamo a hogares y empresas. La razón era que los bancos acudían en masa a la compra de deuda pública, de tal forma que se formaba un círculo vicioso entre dichos bancos y los Estados.

El BCE anunció en enero de 2015 el programa APP, que consistía en las compras mensuales, por dicho organismo, de 60.000 millones de euros, combinando valores públicos y privados. El programa llegó a alcanzar un montante de 1,14 billones de euros, cuyo valor reflejaba el 11% del PIB de la eurozona en 2014. El APP incluía compras de valores del sector público, valores respaldados por activos (ABS) y bonos garantizados del sector privado (Altavilla, Carboni, & Motto, 2015). El BCE impuso un límite de volumen de compras del 33% a los títulos emitidos por un mismo emisor.

Posteriormente, en 2016, aumentó su porcentaje al 50%, al igual que la cantidad de compras mensuales ascendió hasta 80.000 millones de euros (European Central Bank, 2020).

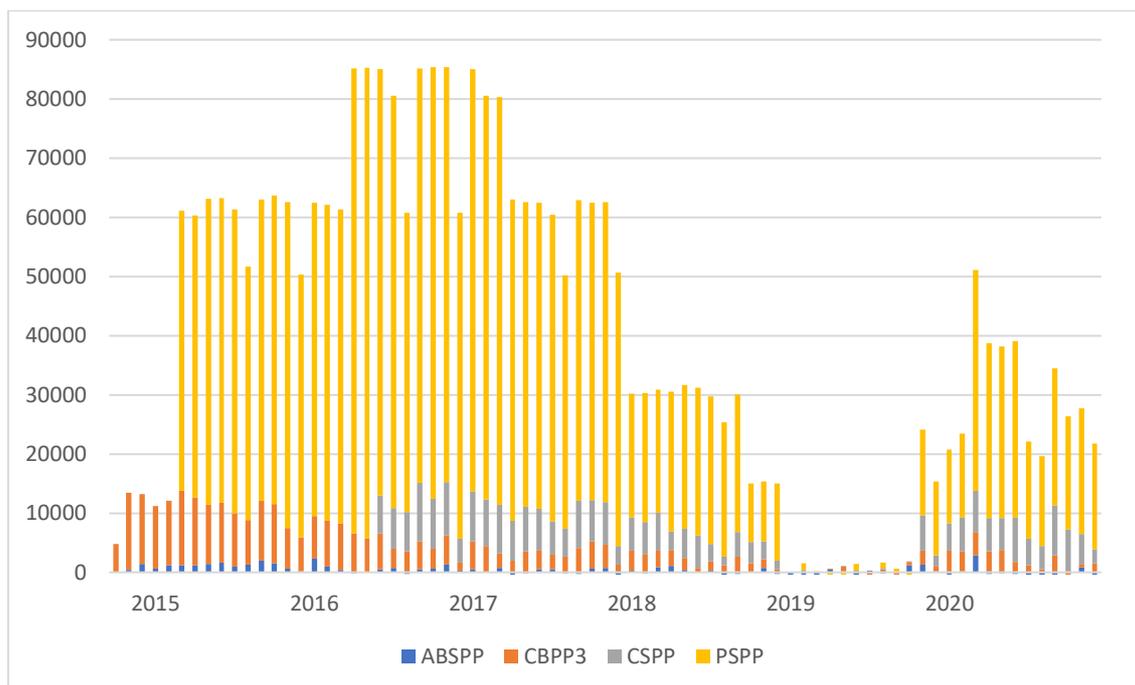
Desde 2017, el BCE fue rebajando paulatinamente las compras, hasta llegar a la cifra de 15.000 millones de euros entre octubre y diciembre de 2018, esperando que en dicha fecha, se produjera la finalización de tal programa.

No obstante, los indicios de desaceleración económica incrementaron, provocando que, en septiembre de 2019, el BCE anunciará la reanudación de dicho programa, a un ritmo de compra menor. En concreto, se acordó una cuantía de 20.000 millones de euros mensuales, durante el tiempo que considerara necesario (European Central Bank, 2020).

En la figura 5, se puede observar el ritmo de compras de activos llevado a cabo por el BCE a lo largo de los años mediante el programa APP. Asimismo, se aprecia como tras el parón de 2019, antes referido, se produce su reanudación.

Figura 5: Evolución de compras mensuales del programa APP

(en millones de EUR)



Fuente: elaboración propia a través de datos extraídos del portal web del (BCE, 2021).

El programa, a través de las entidades de crédito y de las empresas, consiguió una mejora en la economía real, incrementando la cantidad de financiación concedida, que representaba el objetivo primordial a conseguir (Gómez, Fernández, & Navarro, 2018).

Sin embargo, existen muchas críticas dentro del Consejo de Gobierno del BCE, presidido en aquel momento por Mario Draghi⁴, y de países como Alemania, a la reactivación del programa en 2019. Klass knot⁵, crítico de las políticas monetarias ultra expansivas del banco, consideraba que era una medida desproporcionada y dudaba de su eficacia. Además, a Robert Holzmann, el gobernador del Banco Central Austriaco, le preocupa que el BCE hubiera cometido un error. Criticaba la implementación del programa sin hacer una revisión previa del objetivo de inflación. Consideraba que el BCE

⁴ Mario Draghi: presidente del BCE desde noviembre de 2011 hasta octubre de 2019.

⁵ Presidente del banco central holandés y miembro del Consejo de Gobierno del BCE desde 2011 hasta la actualidad (2021)

podía estar llegando a su límite de actuación y que ya había utilizado todo el poder a su alcance (El Economista, 2019).

De este modo, es en este contexto cuando se pone de manifiesto uno de los principales objetivos del presente trabajo, la investigación de la posible limitación de la política monetaria, debido a que el BCE no ha podido recuperar la normalidad de tipos.

A continuación, se va a explicar de forma más profunda y concreta, la situación de la política monetaria antes de la llegada del Covid-19.

CAPÍTULO 4: EL ESTADO DE LA POLÍTICA MONETARIA PREVIO A LA CRISIS DEL COVID-19.

El BCE, antes del estallido del Covid-19, se enfrentaba al reto de tener que hacer frente a una normalización monetaria, en un contexto de desaceleración económica (Hernández de Cos, 2018). Pablo Hernández de Cos⁶ explicaba que más allá de este proceso de normalización de política monetaria, existen varios retos que provienen del bajo crecimiento de los precios y del salario.

Es en este contexto, cuando en noviembre de 2019, Christine Lagarde asume la responsabilidad como presidenta del BCE.

En este apartado, se analizará el estado de la política monetaria teniendo en cuenta la inflación, los tipos de interés oficiales y el balance del BCE previo al desafío ocasionado por la crisis pandémica.

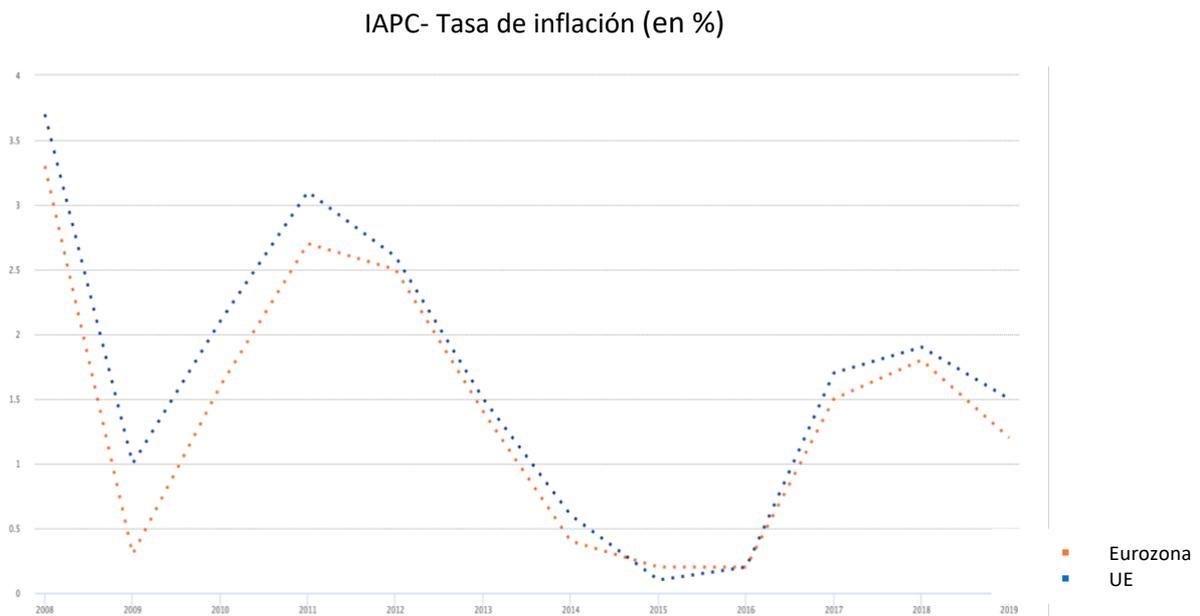
⁶ Gobernador del Banco de España desde 2018 hasta la actualidad (2021)

4.1 La inflación

Retomando lo expuesto anteriormente, el objetivo del organismo monetario es la estabilidad de precios, cuantificado como un aumento anual del IAPC de un nivel inferior, pero cercano a 2%. En la figura 6, se puede observar la gran volatilidad de la tasa de inflación en Europa durante los últimos años, siendo el riesgo de deflación uno de los principales retos. Los datos muestran que el crecimiento de precios se ha ido ralentizando en la zona euro desde 2018 y los mercados no creen que se pueda lograr el objetivo cercano al 2% en los próximos 10 años (Claeys, Demertzis, & Papadia, 2019). En 2019, la tasa de inflación aumentó un 1,2%, seis décimas menos que en 2018. Además, la inflación subyacente, que exceptúa los productos energéticos y alimenticios, se encontraba en tasas reducidas del 1%, al igual que los 2 años anteriores (Aguilar, y otros, 2020).

Es importante matizar que esta previsión es anterior a la crisis del Covid-19. Por tanto, ya en ese momento, la nueva presidenta no lo tenía fácil en su inicio del mandato para conseguir el objetivo de estabilidad de precios.

Figura 6: Evolución de la inflación 2008-2019

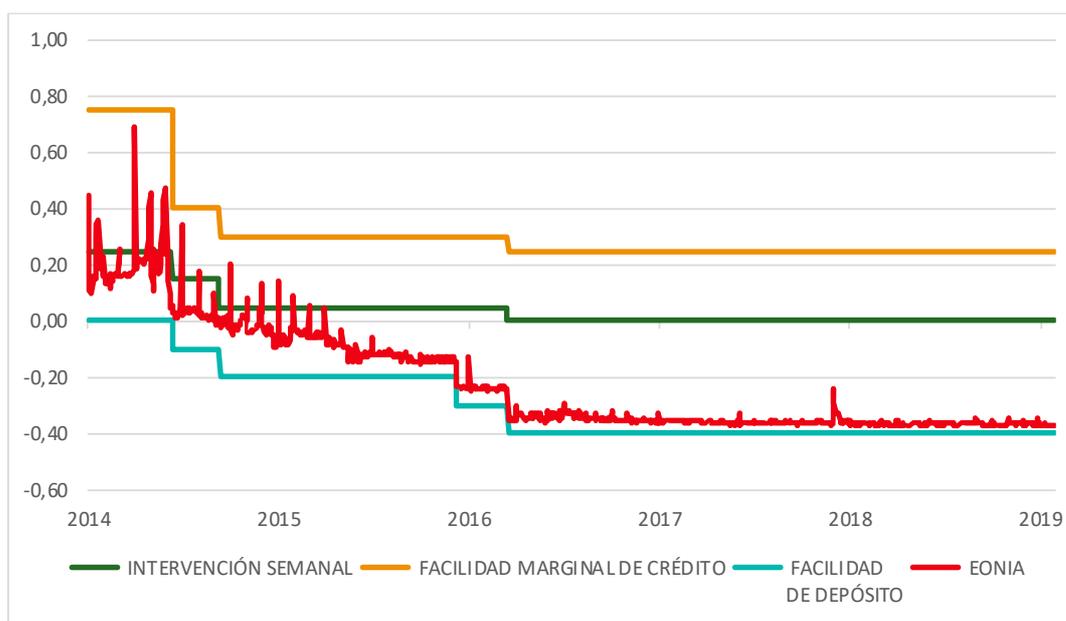


Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de (Eurostat, 2021).

4.2 Los tipos de interés oficiales

La figura 7, muestra la evolución de los tipos de interés oficiales y del EONIA⁷ en la eurozona previos al comienzo de la pandemia. Como se puede observar, los tipos se han mantenido entre 0%-0,25% desde el 2016. En 2018, se analizó la posibilidad de subirlos, pero dado que las previsiones de inflación empeoraron, la supuesta subida se retrasó para el 2020. En septiembre de 2019, el BCE recalcó su tono expansivo recortando el tipo de facilidad de depósito 10 puntos básicos hasta -0,5%, debido a que la inflación seguía manteniendo unos niveles relativamente bajos. La facilidad marginal de crédito se mantuvo en 0,25% y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, en 0,00%. Al inicio de 2020, se volvió a rechazar su incremento (European Central Bank, 2020).

Figura 7: Tipo de interés oficiales del BCE (en %)



Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos del (Banco de España, 2021).

⁷ El EONIA (Euro Overnight Index Average) es un índice de tipos interés de préstamos interbancarios a un día, y es habitualmente considerado como el objetivo operativo implícito del BCE (Banco de España, 2020)

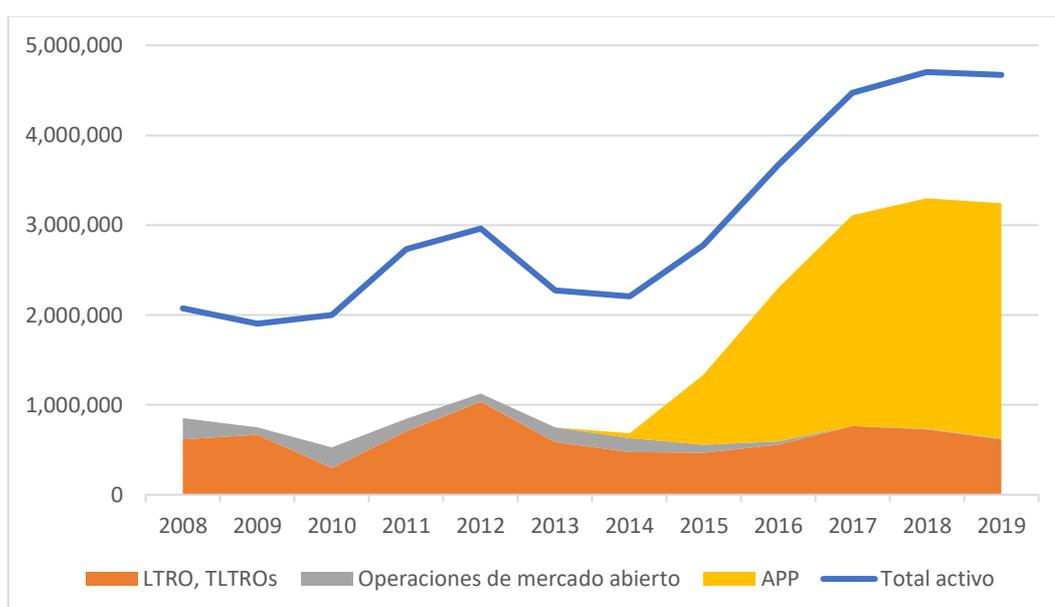
Por tanto, los tipos de interés oficiales se encuentran muy cerca de su límite inferior, teniendo un espacio muy limitado en el ámbito monetario (Banco de España, 2020)

4.3 El balance del BCE

En la siguiente figura 8, se puede observar el crecimiento del tamaño del balance del organismo monetario desde 2008 hasta 2019. Como ya se ha mencionado anteriormente, las LTRO comenzaron a incrementar su balance al comienzo de la crisis y, posteriormente, con el programa APP se alcanzaron los 2,5 billones de euros en compras. Debido a los bajos niveles de inflación (ver figura 7), en septiembre de 2019, el BCE anunció una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III), con algunos cambios que incluyen la reducción del tipo de interés, pudiendo ser tan bajo como el tipo de depósito; y amplía el plazo de vencimiento de dos a tres años, con posibilidad de reembolso al del 2º año (Banco de España, 2020). Además, como ya se ha expresado, para estimular la economía y alcanzar su objetivo de inflación, retoma las compras netas de activos públicos y privados de 20 mm de euros mensuales a través del programa APP.

Figura 8: Evolución del balance del Banco Central Europeo

(en EUR millones)



Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos del (BCE, 2021).

CAPÍTULO 5: MEDIDAS ADOPTADAS POR EL BCE FRENTE AL COVID-19

5.1 Estallido Covid-19

La Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró el 11 de marzo de 2020 el brote del Covid-19 como una pandemia mundial⁸. Para entonces, el número de casos confirmados superaban los 118.000 en 114 países (WHO, 2020). La rápida propagación del virus en Italia a finales de febrero y principios de marzo, supone un reto para la autoridad monetaria. La última crisis financiera había sido traumática para la Unión Europea, poniendo de relieve la complejidad de mantener la unidad en los mercados financieros. De esta forma, la pandemia llegaba cuando todavía la economía europea se mantenía debilitada (Jones, 2020).

En este contexto, mientras los gobiernos nacionales paralizaban la actividad económica para detener la propagación del virus a través de los confinamientos, la preocupación de la autoridad monetaria se centraba en el impacto que éste tendría en la economía europea.

La respuesta del BCE fue rápida y decidida, una reacción muy diferente a la que mostró ante la crisis financiera global de 2008 y la crisis de deuda de 2014-2016, ya explicadas anteriormente. Este cambio de comportamiento, según Morelli y Seghezza (2021), se debe al proceso de aprendizaje sobre los efectos en la transmisión de la política monetaria de la zona del euro durante la última década. Concretamente, los autores mencionan que se debe a la peculiaridad institucional del BCE. En un banco central de una unión monetaria entre países con distintas soberanías fiscales, el proceso de aprendizaje es mucho más complejo. Por consiguiente, es también más lento que cualquier otro banco central de un solo país como es el caso de la Fed. El problema de Europa es estructural, su economía regional está compuesta por economías nacionales más pequeñas (Schelkle, 2018). El BCE, tras haber pasado la crisis financiera del 2008,

⁸ WHO, 2020: Vease: <https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020#:~:text=WHO%20has%20been%20assessing%20this,be%20characterized%20as%20a%20pandemic>

ha sido ahora capaz de responder más rápida y adecuadamente a las perturbaciones. De ahí se explica su repuesta eficaz ante la crisis de COVID-19 (Morelli & Seghezza, 2021).

5.2 Medidas adoptadas por el BCE

En este apartado se analizará la actuación del BCE tras la irrupción de la pandemia. Hay que tener en cuenta que la pandemia sigue actualmente presente (en mayo de 2021) y, por tanto, seguirá siendo necesaria la actuación futura del BCE. Es preciso señalar que la información proporcionada es hasta mediados de abril 2021, ya que se corresponde con la última conferencia de prensa del BCE.⁹

Hay que destacar las palabras de la presidenta Christine Lagarde: “Tiempos extraordinarios requieren medidas extraordinarias. Nuestro compromiso con el euro es ilimitado”. De nuevo, se pone de manifiesto el papel fundamental de las medidas no convencionales para cumplir con los objetivos del BCE.

En cuanto a los tipos de interés oficiales, el BCE ha decidido no modificarlos, debido a que las perspectivas de la inflación no se encontraban en el nivel deseado. Los tipos de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito se mantienen en 0,0% y 0,2% respectivamente. La facilidad de depósito se encontraba ya en un nivel muy bajo, en concreto, en -0,5%. En comparación con otros bancos centrales, como la Fed, el BCE no tiene mucho margen de maniobra (European Central Bank, 2021).

En conjunto, todas las decisiones de política monetaria se pueden agrupar de la siguiente manera:

⁹ Press conference 22 April 2021
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210422~b0ad2d3414.en.html>

5.2.1 Apoyo al crédito

Para incentivar la concesión de créditos a los agentes más afectados por la crisis, concretamente, las PYMES y los autónomos, al ser los más dependientes del sector bancario y tener una mayor complejidad para financiarse en el mercado financiero, el BCE ha aplicado las siguientes medidas (Aguilar, y otros, 2020).

Ha establecido tres operaciones nuevas de TLTRO-III entre junio y diciembre de 2021, que se suman a las de diciembre de 2020 y las pendientes de marzo de 2021 (European Central Bank, 2021).

En marzo, ha mejorado las condiciones de financiación, reduciendo 25 puntos básicos al tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación.

Posteriormente, en abril, mejoró aún más esas condiciones, reduciéndolas hasta 50 puntos básicos.

En diciembre, ha aumentado el periodo en el que se aplicarán estas condiciones más favorables, en concreto, hasta junio 2022. Asimismo, se ha llevado a cabo un aumento del 5%, se pasa del 50% hasta el 55% al límite de crédito que pueden solicitar las entidades financieras (European Central Bank, 2021).

Además, anuncia un nuevo programa de financiación a largo plazo, sin objetivo específico, de emergencia frente a la pandemia: las Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo de Emergencia Pandémica (PELTRO por sus siglas en inglés). Son siete operaciones de refinanciación que comienzan en mayo de 2020, con un vencimiento entre julio y septiembre de 2021, con un tipo interés de 25 puntos básicos inferior al interés principal (European Central Bank, 2021).

5.2.2 Relajación de garantías

Con la finalidad de mitigar el posible endurecimiento de las condiciones financieras en la eurozona y de esta manera ampliar la capacidad de petición de fondos de los bancos en las operaciones de financiación del Eurosistema (MRO, LTRO, TLTRO-

III y PELTRO), el BCE anunció en abril de 2020 una serie de medidas para relajar las condiciones de acceso a su liquidez (Aguilar, y otros, 2020).

El BCE ha relajado las exigencias con los bancos comerciales a la hora de inyectarles liquidez, con el objetivo de que a su vez estos bancos hagan de mecanismo de transmisión y puedan facilitar el crédito a las empresas y hogares. Es decir, la autoridad monetaria ha establecido un aumento en su tolerancia al riesgo, ampliando de forma temporal la lista de activos que los bancos pueden usar como garantía. De este modo, admitirá como avales, créditos que tradicionalmente no aceptaba junto con otros de baja calidad. En concreto, préstamos en moneda extranjera, a empresas o autónomos con garantía pública de los Estados miembros, incluso, la deuda pública griega.

Para permitir que los bancos obtengan una mayor financiación para un valor dado de los activos de garantías, el BCE anunció una reducción de un 20% de los recortes de valoración en las exigencias del colateral (Aguilar, y otros, 2020). Es decir, el BCE está aplicando una medida menos estricta para determinar el valor de los activos que recibe como garantía cuando presta dinero a los bancos comerciales. Los bancos centrales lo utilizan para tener la seguridad de que el dinero que presta se va a devolver (European Central Bank, 2021).

5.2.3 *Quantitative easing*

En marzo de 2020, las perspectivas en la economía habían empeorado debido a la implementación de confinamientos totales de muchos países de la eurozona. Para mejorar las condiciones de financiación en los mercados financieros, el BCE, el 12 de marzo, anunció el aumento de las compras de activos, mediante el programa APP, por valor de 120 mm de euros adicionales, a los ya aprobados en septiembre 2019, de 20 mm de euros mensuales, mencionados anteriormente. Para el mercado, esta medida fue decepcionante, consideraba que el BCE no había transmitido una señal de tranquilidad y esperaban unas medidas más contundentes (Verbo, 2020).

Así pues, el 18 de marzo del mismo año, en una reunión extraordinaria, el BCE anuncia el programa de compras de activos denominado Programa de Compra de

Emergencia Pandémica (PEPP por sus siglas en inglés) con un total de 750.000 millones de euros hasta finales de 2020.

Posteriormente, el 4 de junio, se incrementó por valor de 600 mm de euros adicionales y el 10 de diciembre, se aumentó la dotación en 500 mm de euros, extendiéndose el horizonte hasta marzo de 2022.

En la reunión de marzo de 2021, todos los miembros del Consejo de Gobierno acordaron acelerar el ritmo de compras en el segundo trimestre, para impedir el crecimiento de los costes de financiación producidos por las ventas en el mercado de renta fija (Arnold, 2021).

Por tanto, el total de compras bajo el programa PEPP asciende a un importe de 1.850.000 millones de euros. Esta medida tiene como principal objetivo reducir el tipo de interés de los valores de deuda pública y privada y aumentar la concesión de crédito. Las compras tienen la finalidad de estimular el gasto y la inversión para favorecer el crecimiento económico.

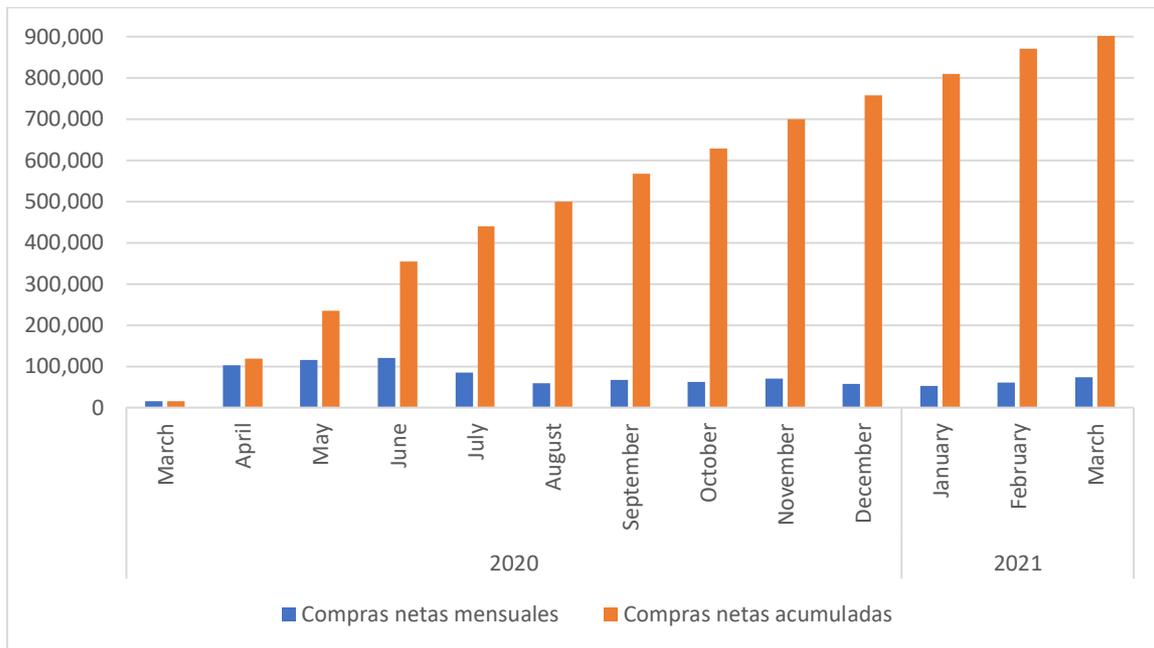
La novedad con respecto al anterior programa de compra de activos, el APP, es que las adquisiciones de bonos soberanos en las distintas jurisdicciones y los tipos de activos se realizan de forma flexible. Es decir, las compras no se distribuyen de manera proporcional entre los países, sin embargo, se permiten fluctuaciones a lo largo de la duración del programa, para evitar una fragmentación financiera y cumplir con su deseada transmisión de política monetaria a los países (Jones, 2021). La reinversión del principal de los valores adquiridos continuará al menos hasta el final de 2023 (Aguilar, y otros, 2020).

Además, el BCE ha incorporado cambios en los criterios y límites del nuevo programa para evitar obstaculización de la correcta transmisión de su política monetaria. En concreto, las compras no tendrán el límite del 33% de los títulos emitidos por cada país, ni tendrán que ser proporcionales al peso económico de los mismos.

En la siguiente figura 9, se puede observar la evolución de compras mensuales del BCE a través de dicho programa, desde marzo de 2020 hasta el mismo mes de 2021.

Figura 9: Evolución de compras mensuales del programa PEPP

(en millones de EUR)



Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos del (BCE, 2021)

CAPTÍTULO 6: IMPACTO Y RESULTADOS DE LAS MEDIDAS ANUNCIADAS POR EL BCE

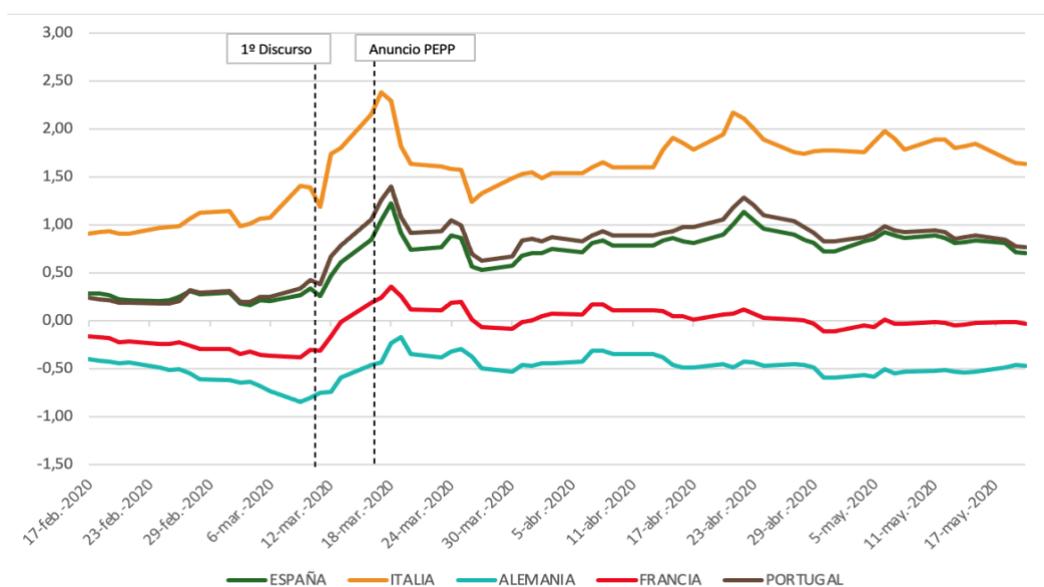
Los discursos de política monetaria tienen un gran impacto en los mercados financieros. Existen estudios de Fendel, Neugebauer y Zimmermann (2020) y Klose y Tillman (2020), sobre el impacto de los anuncios de las medidas de política monetaria en el mercado de deuda pública europea. Las rentabilidades de los bonos soberanos son los primeros en reaccionar ante el anuncio del programa de compra de activos (Jones, 2020).

Por ello, en este apartado se va a hacer un análisis del impacto de las medidas anunciadas por el BCE, expresadas en el capítulo anterior.

Durante las primeras semanas de marzo, se hizo un anuncio político que afectó rápidamente a la economía europea. En el primer discurso de la autoridad monetaria, el 12 marzo, como ya se ha expresado, se anunció un aumento en las compras de activos a través del APP que no logró convencer a los mercados. Las palabras de Christine Lagarde¹⁰ afirmando que el BCE no estaba para reducir las primas de riesgo, produjeron una decepción enorme y provocó un desplome en los mercados. Como consecuencia, se produjo un fuerte aumento en los tipos de interés de deuda soberana y corporativa.

En la figura 10, se puede observar un ascenso de los tipos, superior en países como Italia y España, en comparación con Alemania y Francia. Se ponía de manifiesto, por tanto, una posible repetición de la última crisis de la desintegración en los mercados financieros (Jones, 2020).

Figura 10: Tipos de interés de bonos soberanos a 10 años (en %)



Fuente: elaboración propia a partir de (Aguilar, y otros, 2020).

¹⁰ Véase: Press conference 12 March 2020: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.en.html>

Por consiguiente, Lagarde anunció, el 18 marzo, en una reunión extraordinaria, la creación del programa PEPP. La presidenta en este discurso quiso dejar claro que están completamente preparados para incrementar el tamaño de su programa de compras de deuda y su composición, “cuanto sea necesario y hasta cuando se necesite”¹¹ (Lagarde, 2020). Estas palabras, recuerdan a las famosas del ex presidente Mario Draghi, durante la crisis de deuda, cuando aseguró que haría todo lo necesario para salvar el euro. Dichas palabras fueron suficientes para reducir las primas de riesgo, sin tener que aplicar el programa de compras ilimitadas de deuda pública (OMT por sus siglas en inglés) (Delatte & Guillaume, 2020). Tras el comunicado del PEPP, se puede observar en la figura 10, la bajada de los tipos interés de la deuda soberana.

Además, Fendel, Neugebauer & Zimmermann (2020), han realizado un estudio¹² basado en la metodología de análisis de eventos en el que identifican conjuntamente el impacto de los anuncios del BCE de política monetaria y de la comisión sobre política fiscal¹³. Los principales resultados de su estudio muestran que las primas de riesgo de los países de alta deuda disminuyeron, pero no porque hayan menguado sus rentabilidades, sino porque aumentaron las de otros países de economías más estables como Alemania, Austria y los Países Bajos. Según dichos autores, su resultado muestra que, como en el futuro, se espera que los países financieramente estables, lleven la mayor parte de la carga de financiación; lo que provoca que sus bonos se negocien con una prima mayor (Fendel & Neugebauer, 2020). También, como explica Daniel Lacalle, economista español de reconocido prestigio¹⁴, si hay países altamente endeudados, como es el caso de España, con tipos y las primas de riesgo reducidas, se debe a que Europa les avala y en particular, Alemania y no es una consecuencia de la correcta política del país. De hecho, según este autor, el BCE está provocando que aquellos estados que necesitan reducir sus desequilibrios estructurales, no lo hagan, ya que su coste de deuda es muy bajo (Lacalle, 2020).

¹¹ Christine Lagarde, presidenta del BCE, en 2020 en un artículo remitido al *Financial Times*

¹² Los autores basan la misma metodología utilizada que Fendel and Neugebauer (2020) en <https://doi.org/10.1515/ger-2018-0094>. Técnica para evaluar los efectos de los anuncios del programa de política monetaria no convencional del BCE sobre los rendimientos de la deuda pública a 10 años de los Estados miembros de la zona del euro.

¹³ Estudio realizado desde el 1 de enero de 2020 hasta el 31 de julio de 2020.

¹⁴ *Top Economics and Finance Blogs* de 2018 y *Top 50 Economics Influencers*.

Igualmente, se puede destacar otro estudio realizado por Klose y Tillman (2020), en el que también llevan a cabo un análisis empírico de las reacciones de los mercados ante los anuncios de política monetaria y política fiscal nacional¹⁵. Sus principales conclusiones han demostrado una gran eficacia de la política monetaria, en particular, a través de las compras de activos, para apoyar la economía real y aliviar la presión sobre las finanzas públicas. En concreto, han demostrado que dicha política es más eficaz que la política fiscal nacional en el apoyo de los mercados de valores (Klose & Tillmann, 2020).

Sin embargo, otro estudio realizado a través de la misma metodología para estimar el impacto del Covid-19 en la transmisión de la política monetaria a los mercados financieros, observa que ha perdido eficacia. La muestra se realiza a corto plazo¹⁶ y sobre treinta y siete países, mezclando países UE y no UE. Sus principales conclusiones apuntan a que, desde el estallido del coronavirus, la política monetaria ha debilitado su transmisión a los mercados financieros, concretamente, a los bonos del Estado, tipos de cambio y el mercado de valores. Pese a que, las políticas monetarias no convencionales son ligeramente más eficaces en el impacto de los mercado de valores y tipos de cambio, ninguna política montearía, convencional, ni no convencional, han llevado acabo efectos significativos (Han & Wei, 2020). Por ello, dichos autores sugieren que convendría que los bancos centrales acudieran a políticas monetarias más flexibles y diversificadas, prestando un apoyo más concreto en la economía real. También, proponen implementar otro tipo de política macro económica, como una combinación de política monetaria no convencional y política fiscal, para así estimular la economía después de la pandemia (Han & Wei, 2020).

¹⁵ Estudio realizado desde el 17 de febrero de 2020 hasta el 24 de abril de 2020.

¹⁶ Desde el 1 de enero de 2020 hasta el 30 abril de 2020.

CAPÍTULO 7: RIESGOS Y RETOS DE LA POLÍTICA EXPANSIVA DEL BCE

Actualmente en 2021, la economía todavía está sufriendo los efectos del coronavirus y existe una gran preocupación sobre la vuelta a la normalidad respecto de la política monetaria. Varios autores, entre los que destacan Carbó, Rodríguez y Cuadros (2021), advierten de los riesgos de la prolongación de la política monetaria ultra expansiva, manteniendo los tipos de interés en mínimos históricos. Además, otro autor, Jones (2021), considera que el BCE cuenta con el reto de disminuir su cartera de activos del sector público, sin perturbar el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria. Teniendo en cuenta que el Tribunal Constitucional Alemán (en adelante, TCA), en su sentencia de 5 mayo de 2020, ha puesto en duda la legitimidad de las actuaciones del BCE, éste no puede continuar comprando deuda indefinidamente. En este apartado se expondrá una explicación más profunda de estas implicaciones.

En primer lugar, las herramientas no convencionales, como los tipos negativos o el QE, se consideran esenciales para mantener la estabilidad y liquidez en el sistema financiero durante la crisis pandémica. Sin embargo, las críticas se centran en su prolongación a largo plazo, debido a la posible presencia de un límite inferior efectivo, en el que los tipos de interés por debajo de ese límite, no lleven a una transmisión eficaz de la política monetaria. Es decir, es aquella situación en la que el nivel de los tipos de interés es tan bajo, que los inversores dejan de depositar su dinero en las instituciones financieras (Carbo, Rodriguez, & Cuadros, 2021). Incluso, según dichos autores, los tipos de interés negativos pueden tener el efecto contrario al deseado, menos créditos y expectativas de inflación a la baja. Asimismo, los bancos son los más perjudicados con este tipo de política, ya que su negocio principal es afectado al producirse una caída de los ingresos por intereses.

Otras implicaciones negativas, además de las bancarias, provocadas por los niveles de los tipos, se producen en la estructura de los mercados financieros y el nivel de liquidez. Una consecuencia de la abundante liquidez que se ocasiona por el nivel tan

bajo de los tipos, es el crecimiento y la perduración de las “empresas zombis”¹⁷, que en circunstancias normales, se produciría su quiebra o estarían obligadas a su reestructuración (Carbo, Rodriguez, & Cuadros, 2021).

Según estos autores, si se lleva a cabo un aumento de los tipos de interés cuando la recuperación sea excesivamente incipiente, los préstamos morosos crecerán. Para evitarlo, es importante endurecer la solvencia empresarial. También, sugieren que al coexistir una baja inflación y unos tipos de interés bajos, el riesgo de la rentabilidad y actividad crediticia bancaria emporará, por ello, el BCE debe garantizar medios monetarios convenientes para las entidades financieras. Entre estos medios, plantean el aumento del tipo de facilidad de depósito y la reducción de las exigencias de reservas mínimas (Carbo, Rodriguez, & Cuadros, 2021).

En segundo lugar, existe el reto de ajuste de los niveles de deuda pública a la vez que se están realizando políticas para estimular la economía. Las compras del BCE a través del programa PEPP, debido a su flexibilidad, se inclinan mayoritariamente en la deuda pública de los países del sur de Europa, concretamente, en Italia y España. Esta desproporcionalidad con respecto a los demás países, es un motivo de preocupación sobre los altos niveles de endeudamiento, que dificultan la futura extinción de su programa, ya que puede desencadenar una rápida caída del precio de la deuda soberana en dichos países (Jones, 2021). Sin embargo, el BCE en su última conferencia de prensa, en abril de 2021, aseguró que considera prematuro evaluar una reducción del programa (Europapress, 2021). No obstante, miembros del Consejo de Gobierno, como Klass Knot, entre otros, presionan para empezar a eliminar gradualmente las compras de activos (Doncel, 2021).

Al mismo tiempo, el BCE se enfrenta a un trilema teórico existente en Europa, que consiste en el compromiso de estabilizar la unión monetaria, mantener la libre circulación de capitales y reducir la política monetaria expansiva (Lang & Schadner, 2021). Por ello, estos autores recomiendan la combinación de una estabilidad fiscal y

¹⁷ Empresas incapaces de pagar los intereses de deuda con su beneficio. Se mantienen a base de ayudas y refinanciando su deuda o absorbiendo ayudas.

una reducción gradual de los planes de compra de activos, que pueden dejar espacio para que la institución monetaria escape del trilema y salir de la crisis del COVID-19 sin perjudicar al euro.

Por otro lado, el TCA ha puesto en duda la legitimidad de las actuaciones del BCE en su sentencia dictada el 5 mayo de 2020. A través de la cual, prohíbe al Bundensbank¹⁸ realizar el programa de compra de deuda pública. El TCA planteó la duda sobre la competencia del BCE en el programa de QE de 2015 y ha determinado no respetar parte de la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante, TJUE), que aprobaba esa medida por parte del BCE (Mangas Martin, 2020). El TCA consideraba que el BCE actuaba desproporcionadamente, incluso uno de sus magistrados, ha argumentado que “el BCE no es el amo del universo”. La respuesta del TJUE ha quedado muy clara, respaldando la independencia y competencia de la autoridad monetaria, siendo el único órgano competente para declarar si una actuación de una institución de la UE se encuentra dentro del derecho de la Unión (Stumpf, 2020). Este conflicto se puede aplicar también al uso del programa PEPP desde 2020. Estas tensiones se deben al cambio de papel del BCE que, en los últimos años, ha pasado de ser una institución más prudente, a estar preparado para luchar contra una crisis, como la actual, provocando diferencias entre los países del norte y la periferia, que deben resolverse mediante una futura integración (Mooij, 2020).

Además, Lacalle (2021) considera que la política monetaria actual está siendo una excusa para no realizar las reformas estructurales necesarias. Critica la elevada financiación de déficits de ciertos países, en los que se produce una acumulación de desequilibrios, poniendo de manifiesto el peligro del crecimiento del conjunto de la zona euro. Considera que son los países con ahorros, como Alemania quienes permiten el endeudamiento del BCE con la compra de bonos de los países del sur. Dicho autor, niega las palabras de Lagarde (2020): “tiempos extraordinarios requieren medidas excepcionales”, afirmando que desde hace 10 años el BCE ha utilizado la política ultra expansiva. Asimismo, Hernández de Cos, gobernador del Banco de España, razona que

¹⁸ Banco Central de Alemania

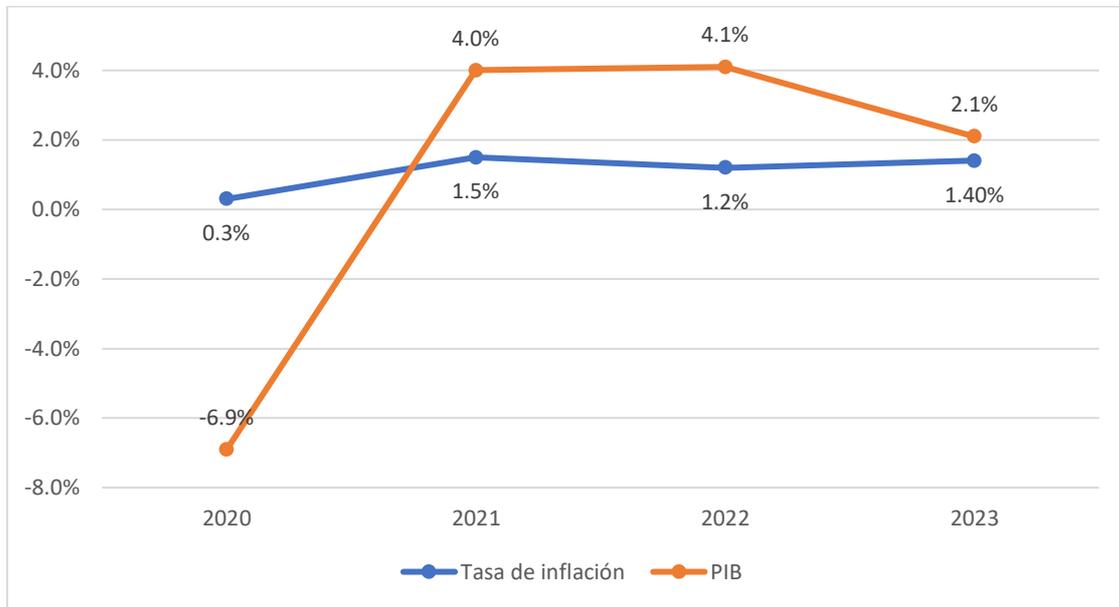
hay que dejar de llamar a este tipo de políticas, como medidas no convencionales y empezar a considerarlas herramientas convencionales, ya que no son una excepción temporal, después de tantos años usándolas (Arancibia, 2021).

Igualmente, según Lacalle (2021), los tipos negativos no son una señal de confianza, sino un modo de esconder el verdadero riesgo, los desequilibrios. Como consecuencia, esta política fomenta burbujas en el mercado de renta fija con su respectivo riesgo financiero.

Por último, un gran reto al que se enfrenta la autoridad monetaria, consiste en la revisión de su estrategia monetaria, retrasada tras la pandemia. Es decir, se tiene que valorar un cambio en el objetivo de estabilidad de precios, actualmente cuantificado como cerca, pero por debajo del 2%, a establecer una cifra concreta (Doncel, 2021). Hernández de Cos, opina que es el momento de modificar el objetivo, enfocando la meta al 2%, en línea con la Fed, para poder llevar a cabo una dirección mucho más directa. En concreto, la Fed ha establecido una política de metas de inflación promedias, es decir, se admitirá un ascenso en los precios por encima del objetivo del 2% (Haro, 2020). Igualmente, considera esencial establecer el principio de simetría, porque el objetivo de inflación se consigue a lo largo de un periodo amplio y no en un momento concreto. Esto implicará la existencia de periodos en los que los precios se encuentren moderadamente por debajo de dicho objetivo y otros, en los que estén por encima y así evitar subir los tipos para rebajar la inflación (Arancibia, 2021). Para Hernández de Cos, el nuevo cambio en la meta de inflación de la Fed, ha sido positivo, porque han aumentado las expectativas de inflación en Estados Unidos (Salobral, 2021).

Las proyecciones de marzo de 2021 del IPC y del crecimiento del PIB, son las siguientes (ver figura 11):

Figura 11: Proyecciones macroeconómicas (Inflación y PIB)



Fuente: elaboración propia a través de datos extraídos del portal web del (BCE, 2021).

En junio, se espera una nueva reunión del BCE, que dará lugar a la publicación de nuevas proyecciones económicas donde se esperan una mejora de proyecciones en el crecimiento del PIB y la inflación (Arnold, 2021).

CAPÍTULO 8: CONCLUSIÓN

El Banco Central Europeo, se ha enfrentado a grandes retos durante la última década: la crisis financiera, la gran recesión, la crisis de deuda y la todavía presente, crisis del coronavirus, que han dificultado el cumplimiento de su objetivo principal, la estabilidad de precios.

Desde el 2014, el BCE ha llevado a cabo una política monetaria no convencional. Aplicando tipos de interés negativos, ampliando sus operaciones de préstamo y realizando programas de compra de activos.

Antes de la irrupción del Covid-19, Europa se enfrentaba al proceso de tener que llevar a cabo una normalización monetaria, mostrando un periodo de estancamiento y baja inflación.

Tras el estallido de la pandemia, se ha observado un gran cambio en la actuación del BCE, en comparación con la crisis financiera global de 2008. Su respuesta ha sido mucho más rápida y eficaz, anunciando un paquete competitivo de medidas no convencionales, entre las que destaca el Programa de Compras de Emergencia por la Pandemia (PEPP), con un total de 1,85 billones de euros, con el objetivo de preservar unas condiciones de financiación favorables a las empresas, gobiernos y hogares.

A corto plazo, la aplicación de dichas medidas han supuesto una exitosa reducción de los tipos de interés de los bonos soberanos de los países de la zona euro. Sin embargo, será el largo plazo lo que permitirá investigar sus efectos reales en la economía. No hay que olvidar los riesgos que la prolongación de las medidas de política monetaria ultra expansiva provocan en la rentabilidad del sector bancario, así como, el peligro de la presencia de un límite inferior efectivo de los tipos de interés, que perjudica la transmisión de política monetaria.

Asimismo, el reto principal al que se enfrenta la institución, es buscar el equilibrio de la retirada de las ayudas económicas sin descarrilar la recuperación; tema que se debatirá y dilucidará en la próxima reunión del BCE, el 10 de junio de 2021. Los miembros más duros del Consejo de Gobierno, presionan para se empiece con la ralentización del PEPP, ya que si las expectativas de inflación y crecimiento económico mejoran, se debe realizar lo antes posible, porque las compras de bonos no pueden prolongarse indefinidamente. Mientras que otros miembros, son más cautos, pues quieren dotar al BCE de una mayor libertad para una posible actuación ante una debilitación de la economía. No obstante, todo dependerá de la marcha de ésta, tras la evolución del virus y la vacunación en Europa.

Además, el BCE, a lo largo de este año (2021), tendrá que finalizar la revisión de su estrategia monetaria, en la que decidirá la cuantificación del objetivo de inflación y cuáles serán las medidas necesarias para alcanzarlo, ya que constituye su primordial finalidad.

Por último, en cuanto a las medidas, hay que manifestar que las herramientas extraordinarias implantadas hasta ahora, se han empezado a considerar como instrumentos habituales de que debe disponer la autoridad monetaria para poder llevar a cabo su trabajo.

Con todo lo expuesto anteriormente, se evidencia la existencia real de una limitación en los instrumentos de política monetaria europea.

En definitiva, se puede afirmar que la política monetaria juega un papel esencial en la evolución económica europea. Para llevar a cabo una política monetaria eficaz, es fundamental elegir unos instrumentos claves que den respuesta a unos objetivos planteados y disponer de un correcto funcionamiento de mecanismo de transmisión. También, es de vital importancia, combinar la política monetaria con una fuerte política fiscal para poder impulsar la recuperación económica de la crisis generada por el coronavirus.

En cuanto a las limitaciones del trabajo, considero preciso resaltar la complejidad para cuantificar el impacto de las medidas adoptadas por el BCE sobre la economía real, dada la actualidad del tema escogido.

Como recomendaciones para futuras líneas de investigación, sería interesante analizar las actuaciones de política monetaria de otros bancos centrales, como la Fed y hacer una comparación de su impacto sobre la evolución reciente de la economía.

Bibliografía

- Aguilar, P., Arce, O., Hurtado, S., Martínez-Martin, J., Nuño, G., & Thomas, C. (2020). *Respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del covid-19*. Madrid: Banco de España.
- Altavilla, C., Carboni, G., & Motto, R. (2015). *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*. ECB Working Paper N° 1864.
- Arancibia, S. (11 de enero de 2021). *El BCE 'normaliza' las medidas no convencionales de política monetaria*. Recuperado el abril de 2021, de Expansión: <https://www.expansion.com/mercados/2021/01/11/5ffb77e0e5fdea4a018b4622.html>
- Arnold, M. (22 de abril de 2021). *Los 'halcones' presionan al BCE para que reduzca las compras de bonos*. Recuperado el abril de 2021, de Expansión: <https://www.expansion.com/empresas/banca/2021/04/21/60806310468aeb5b4a8b45af.html>
- Banco de España. (2020). *Informe anual 2019. La economía española ante la crisis del COVID-19*.
- Cameron, A., Claeys, G., & Demertzis, M. (2020). *Cómo enfrentarse al límite inferior: ¿Qué hará el BCE en la próxima recesión?* En F. F. Andrés, *El euro en 2020. Un Anuario sobre la Unión Monetaria Europea* (págs. 129-159). Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.
- Carbo, S., Rodríguez, F., & Cuadros, P. (enero/febrero de 2021). *Tipos de interés y sector bancario pospandemia. Política fiscal y monetaria tras la pandemia. Cuadernos de Información Económica(280), 43-50*.
- Claeys, G., Demertzis, M., & Papadia, F. (2019). *Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the Dark?* *European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs*. Luxembourg: Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies.
- Delatte, A.-L., & Guillaume, A. (2020). *Covid 19: a New Challenge for the EMU?* Paris: CEPPII (Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales).

- Doncel, L. (11 de abril de 2021). *La decisión más difícil del BCE*. Recuperado el abril de 2021, de El País, política monetaria: <https://elpais.com/economia/2021-04-11/la-decision-mas-dificil-del-bce.html>
- El Economista. (12 de septiembre de 2019). Los 'críticos' de Draghi y del QE II hacen mucho ruido, pero son muchos más los que apoyan los estímulos. Obtenido de El Economista: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10083300/09/19/Los-criticos-de-Draghi-y-del-QE-II-hacen-mucho-ruido-pero-son-muchos-mas-los-que-apoyan-los-estimulos.html>
- Esteve, V., & Prats Albentosa, M. (2011). *La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional*. principios nº19.
- Europapress. (22 de abril de 2021). *El BCE considera "premature" hablar de poner freno a sus compras antipandemia*. Recuperado el abril de 2021, de Europapress: <https://www.europapress.es/eseuropa/noticia-bce-considera-prematureo-hablar-poner-freno-compras-antipandemia-20210422161159.html>
- European Central Bank. (2020). *European Central Bank*. Recuperado el enero de 2021, de <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
- European Central Bank. (2021). *European Central Bank*. Recuperado el abril de 2021, de <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
- Eurostat. (2021). *Eurostat. Datababse*. Obtenido de <https://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/data/database>
- Fendel, R., & Neugebauer, F. (2020). *Reactions of euro area government yields to Covid-19 related policy measure announcements by the European Commission and the European Central Bank*. Finance Research Letters. Elsevier.
- Gómez, C., Fernández, M., & Navarro, B. (2018). El fin de la política monetaria ultraexpansiva del BCE: Balance y respectivas. En *Anuario del euro 2018: Completar la Unión Moneteraia para un mundo diferente* (págs. 119-142). Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.
- Han, L., & Wei, X. (2020). *The impact of COVID-19 pandemic on transmission of monetary policy to financial markets*. Beijing: International Review of Financial Analysis. Elsevier.

- Haro, J. L. (27 de agosto de 2020). *La Fed aprueba unánimemente los cambios en su meta de inflación dando pie a una era más larga de dinero barato*. Recuperado el abril de 2021, de El Economista: <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10739690/08/20/La-Fed-aprueba-unanimemente-los-cambios-en-su-meta-de-inflacion-dando-pie-a-una-era-mas-larga-de-dinero-barato.html>
- Hernández de Cos, P. (2018). La política monetaria del Banco Central Europeo durante la crisis y los retos de futuro. En *El futuro de la Unión Europea* (págs. 63-77). ICE.
- Jones, E. (enero/febrero de 2021). El debate que viene sobre la política macroeconómica europea. *Política fiscal y monetaria tras la pandemia. Cuadernos de Información Económica*.(280), 33-42.
- Jones, E. (2020). COVID-19 and the EU Economy: Try Again, Fail Better, Survival. En *Survival. Global Political and Strategy Crisis and response* (págs. 81-100). Routledge.
- Klose, J., & Tillmann, P. (2020). *COVID-19 and Financial Markets: A Panel Analysis for European Countries*. Joint Discussion Paper Series in Economics.
- Lacalle, D. (12 de octubre de 2020). *La Deuda Pública No Es "Un Apunte Contable"*. Recuperado el abril de 2021, de Daniel Lacalle: <https://www.dlacalle.com/la-deuda-publica-no-es-un-apunte-contable/>
- Lacalle, D. (12 de diciembre de 2021). *Por qué se equivoca el Banco Central Europeo*. Recuperado el abril de 2021, de El Español: https://www.lespanol.com/invertia/opinion/20201212/equivoca-banco-central-europeo/542825715_13.html
- Lang, S., & Schadner, W. (2021). *The trilemma of expansionary monetary policy in the Euro area during the COVID-19 crisis*. University of St. Gallen, School of Finance and Swiss Institute of Banking and Finance. San Galo: Finance Research Letters. Elsevier.
- Mangas Martín, A. (2020). *El Tribunal Constitucional alemán y su "fuego amigo" sobre el Tribunal de Justicia de la UE y el BCE*. Madrid: Real Insituto Elcano.

- Millaruelo, A., & del Rio, A. (2013). Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis. En B. d. España, *Boletín económico* (págs. 89-99).
- Mooij, A. (2020). *The legality of the ECB responses to COVID-19*. Dublin City University, European Law review. Dublin: Sweet and Maxwell-Thomson Reuters.
- Morelli, P., & Seghezza, E. (2021). *Why was the ECB's reaction to Covid-19 crisis faster than after the 2008 financial crash?* Journal of Policy Modeling. Elsevier.
- Potter, S., & Smets, F. (2019). *Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis*. Bank for International Settlements 2019: Committee on the Global Financial System.
- Sala Rios, M., & Minguell Chillón, F. (2016). Política Monetaria No Convencional: Los programas de compra de activos del Banco Central Europeo. En *Boletín Económico de ICE 3081* (págs. 16-30).
- Salobral, N. (23 de abril de 2021). *Cos defiende el control de la curva de tipos y un objetivo de inflación del BCE del 2%*. Recuperado el abril de 2021, de Cinco Días: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/04/23/mercados/1619173749_428893.html
- Schelkle, W. (2018). The political economy of monetary solidarity: revisiting the Euro experiment. . *Wirtschaft und Gesellschaft* , 44 (3).
- Stumpf, A. (13 de mayo de 2020). *El Constitucional alemán se defiende: "El BCE no es el amo del universo"*. Recuperado el abril de 2021, de Expansión: El Constitucional alemán se defiende: "El BCE no es el amo del universo"
- Verbo, M. (12 de marzo de 2020). *El BCE anuncia compras de activos por 120.000 millones adicionales y una nueva barra libre*. Recuperado el abril de 2021, de Expansión: El BCE anuncia compras de activos por 120.000 millones adicionales y una nueva barra libre
- WHO. (2020). *Organización Mundial de la Salud*. Recuperado el marzo de 2021, de <https://www.who.int/es>