



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE LA LABOR DEL BCE BAJO EL MANDATO DE MARIO DRAGHI (2011-2019)

Autor/a: Elena de Vega Cobos

Director/a: Juan Manuel Ramírez-Cendrero

MADRID | Marzo 2019

ÍNDICE DE CONTENIDO

1	INTRODUCCIÓN	5
2	MANDATO DE DRAGHI	9
2.1	Contexto	9
2.2	Evolución del cargo de Mario Draghi	11
2.2.1	Instrumentos del Banco Central Europeo	11
2.2.2	Medidas adoptadas: análisis, impacto y valoración	12
	• Tipos de interés	13
	Tipo de interés central	13
	Tipo de depósito	16
	• <i>Quantitative Easing</i>	21
	Antecedentes: PMV y OMC	22
	Análisis de las <i>quantitative easings</i>	23
	• <i>Barra libre de liquidez: operaciones LTRO y TLTRO -II-III</i>	26
	La efectividad de las operaciones TLTRO	30
	• Necesidad de actuación por parte de los gobiernos de la eurozona	33
2.2.3	Recapitulación	34
3	CONCLUSIONES: RESULTADOS E IMPLICACIONES	36
3.1	Valoración del mandato de Draghi	36
	• La toma de decisiones de Mario Draghi: continuidad y coherencia	36
	• La credibilidad de Mario Draghi: comunicación y <i>forward guidance</i>	37
	• Cumplimiento de los objetivos del BCE	38
3.2	La herencia de Draghi: próximos retos para el BCE	40
	• Desaceleración económica	40
	• Normalización monetaria	43
	• Revisión de los objetivos del BCE	44
	• Descarbonización	44
3.3	Conclusión	45
4	BIBLIOGRAFÍA	47
5	ANEXOS	51
a)	Anexo 1: Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London (Draghi, 2019)	51
b)	Anexo 2: Nota de prensa sobre el Consejo de Gobierno del BCE del 12/09/2019 (Banco Central Europeo, 2019)	54

ÍNDICE DE FIGURAS

Gráfico 1: Evolución del tipo de interés central BCE (2011-2018).....	10
Gráfico 2: Evolución del tipo de facilidad de depósito BCE (2011-2018).....	12
Gráfico 3: Tasa de inflación UE / Eurozona (2014-2020).....	14
Gráfico 4: Compras estimadas de PMV (2010-2011).....	18
Gráfico 5: Tasa de inflación UE / Eurozona (2014-2020).....	34
Gráfico 6: Variaciones del PIB real de la eurozona (2017-2022).....	36
Gráfico 7: Crecimiento de la remuneración por asalariado (2011-2017).....	37
Gráfico 8: Empleo en la eurozona (2011-2018).....	38
Tabla 1: Efectos macroeconómicos asociados con el anuncio de las OMC.....	19
Tabla 1: Margen extensivo de las TLRTO.....	26
Tabla 2: Margen intensivo de las TLTRO.....	26
Tabla 3: Efectos indirectos de las TLTRO.....	27

RESUMEN

Mario Draghi presidió el BCE desde 2011 hasta 2019, un periodo caracterizado por la crisis económica y las negativas repercusiones que ésta tuvo sobre la eurozona. El siguiente trabajo se encarga de analizar la labor del expresidente Mario Draghi durante sus casi 9 años de mandato, reflejada en el empleo de instrumentos monetarios y financieros concretos (tipo de interés central, tipo de depósito, quantitative easing y programas LTRO y TLTRO-I, II y III). Además, se estudia el grado de cumplimiento de los objetivos de la eurozona por parte del italiano, así como su evolución dentro de la institución europea, para dar una posterior valoración del mandato. Como descubriremos, Mario Draghi resultará ser un líder resiliente, coherente con sus políticas y firme en cuanto a sus decisiones, confirmándose como el presidente que salvó el euro y sostuvo a la eurozona en sus momentos más difíciles.

Palabras clave: BCE, Mario Draghi, eurozona, crisis, tipo de interés.

ABSTRACT

Mario Draghi chaired the ECB from 2011 to 2019, a period marked by the economic crisis and the negative impact it had on the Eurozone. The following paper analyses the work of former President Mario Draghi during his almost 9 years in office, as reflected in the use of specific monetary and financial instruments (central interest rate, deposit rate, quantitative easing and LTRO and TLTRO programmes). In addition, the degree to which the Italian has fulfilled the objectives of the Eurozone, as well as its evolution within the European institution, is studied in order to give a subsequent assessment of the mandate. As we will discover, Mario Draghi will prove to be a resilient leader, consistent with his policies and firm in his decisions, confirming himself as the president who saved the euro and sustained the eurozone in its most difficult moments.

Keywords: ECB, Mario Draghi, eurozone, crisis, interest rate.

1 INTRODUCCIÓN

Durante ocho años, el Banco Central Europeo (BCE) ha estado presidido por el economista italiano Mario Draghi. En su mandato, comprendido entre los años 2011 y 2019, éste se ha enfrentado a retos con los que ninguno de sus sucesores nunca tuvo que lidiar: la inestabilidad financiera, el desplome de las perspectivas económicas, el desempleo o la incapacidad generalizada de los Estados de la eurozona en hacer frente a la deuda pública. Así, el contexto de crisis económica que asoló la zona euro desde 2009, dio lugar a un periodo caracterizado por la incertidumbre e inestabilidad, dotando al cargo de Mario Draghi de suma complejidad y responsabilidad.

Terminado su mandato, con la crisis superada aunque inmersos en un escenario de lentas expectativas de crecimiento, parece más fácil poder analizar las medidas que Mario Draghi ha ido tomando a lo largo de su cargo, al igual que los efectos que éstas tuvieron en la eurozona. Es por ello, que conocer los instrumentos con los que Draghi combatió la crisis, así como analizar su efectividad, nos ayudará a construir una imagen completa para valorar sus aportaciones como presidente del BCE.

Con todo esto, los **objetivos** del siguiente trabajo se definen en los siguientes:

- Estudiar la labor del BCE en su política monetaria mediante la aplicación de diferentes instrumentos, (tipo de interés central, tipo de depósito, quantitative easing y programas LTRO y TLTRO I, II y III) y su reflejo en variables económicas específicas de inflación y evolución del crédito bancario.
- Analizar dichas variables en el contexto de la situación de crisis económica y mandato de Draghi (2011- 2019).
- Establecer y fundamentar la repercusión de las medidas adoptadas en la eurozona y seguimiento de su evolución en el periodo indicado.
- Valorar la totalidad del periodo (inicio, seguimiento y fin del mandato), en sustento de todo el análisis previo.

En lo que respecta a la **metodología** llevada a cabo en la realización del trabajo, hemos de destacar las siguientes actuaciones.

El trabajo comienza con un previo estudio del estado de la cuestión, que será desarrollado más adelante. Para la realización del estudio se han recopilado diversas fuentes que incluyen lecturas, artículos académicos, artículos de prensa, páginas web... Puesto que el mandato de Draghi ha estado expuesto en gran medida a la opinión de los gobiernos de la eurozona, así como de entidades financieras, grupos de interés, prensa y economistas, la cantidad de información así como la divergencia entre las existentes opiniones sobre Mario Draghi, han sido importantes elementos a destacar durante nuestro análisis previo.

Una vez comprendida y contrastada la selección de nuestras lecturas, se ha procedido a determinar de qué instrumentos se valdrá el trabajo para ser analizados, y sobre qué indicadores basaremos nuestras conclusiones. Así, se decide que los instrumentos a analizar serían:

- Tipo de interés central
- Tipo de interés de depósito
- Quantitative easing
- Programas LTRO, TLTRO I-II y III

El estudio de estas herramientas del BCE es proyectado hacia las variables de inflación y evolución de la concesión de créditos a la economía real de la eurozona. Así, encontraremos como eficaces los instrumentos que tengan efectos positivos sobre los indicadores seleccionados.

Para el estudio de la evolución de estos indicadores hemos consultado fuentes primarias que incluyen bases de datos públicas y publicaciones estadísticas monetarias y financieras, así como trabajos de investigación científica basados en estadística y en la recopilación de datos en el tiempo.

De la misma manera, para informarnos sobre la aplicación de los instrumentos del BCE, se ha realizado un profundo análisis de los Consejos de Gobierno de la institución, celebrados en el periodo que atiende nuestro estudio (2011-2019), así como de las notas de prensa respectivas.

Con todo esto, en sustento de este análisis, procedemos a realizar una valoración final del mandato del presidente y del éxito o fracaso de su labor.

Con ánimo de presentar un pequeño esquema que ayude con la comprensión de la lectura, a continuación, se presenta la **estructura** del trabajo. Tal y como indica el índice, este se comprende en 5 bloques:

El presente *bloque 1*, hace referencia a la introducción, en la cual podremos encontrar los objetivos del trabajo, la metodología llevada a cabo para su investigación, y un acercamiento al estado de la cuestión que resumirá de manera breve el debate suscitado al rededor de la labor de Mario Draghi, al cual se pretende dar respuesta con este trabajo.

El *bloque 2* asume la gran mayoría del contenido. Primero, se presenta el contexto que rodea a Mario Draghi como presidente del BCE. Para entender bien las medidas dispuestas, es preciso comprender la situación previa a la llegada de Draghi, así como cuales eran las condiciones en las que se desarrolla su mandato.

Sin embargo la importancia de este apartado reside en el análisis de los cuatro instrumentos seleccionados (tipo de interés central, tipo de depósito, quantitative easing y programas LTRO, TLTRO-I,II y III). Este análisis incluye la descripción de los instrumentos, así como su evolución, desarrollo y grado de efectividad, reflejado en los indicadores seleccionados: tasa de inflación y concesión de créditos bancarios. Después se realiza una pequeña recapitulación para recordar las ideas más importantes.

El *bloque 3* recoge las conclusiones extraídas del análisis previo. Primero, se realzarán los aspectos más importante del presidente, para luego proceder con la valoración de su mandato en el BCE. Además, se resumen algunos de los retos que la herencia de Draghi deja para la institución y que nos ayudarán a moldear una conclusión final sobre su presidencia.

Los *bloques 4 y 5*, corresponden a la bibliografía y anexos respectivamente.

Estado de la cuestión.

Desde su llegada al BCE, Mario Draghi inició una progresiva toma de medidas expansivas encaminadas a rescatar a la eurozona de los efectos que la crisis estaba causando. Estas medidas fueron desembocando en una paulatina flexibilización de la política monetaria del BCE, hecho que dio lugar a un debate acerca de la labor de Draghi como presidente. Durante la práctica totalidad de su mandato han llovido críticas desde las más altas esferas políticas y económicas, incluyendo la prensa. Por ello, resulta difícil llegar a una conclusión sobre la aportación del italiano a la economía de la zona euro, ya que allá donde miremos podremos encontrar tanto opiniones que ensalcen su labor, como otras que la consideren contraproducente.

En varias ocasiones se ha puesto en duda la presidencia de Mario Draghi por entidades como el Instituto de Macroeconomía, La Asociación Alemana de Bancos Privados, La asociación Alemana de Bancos Cooperativos y bancos centrales de países como Holanda. Críticas constantes hacia las medidas expansivas como las bajadas en los tipos de interés, compra de deuda pública y el lanzamiento de rondas de financiación, que según los más críticos no han hecho más que debilitar el ahorro y despertar dependencia financiera en el BCE.

Sin embargo, también hemos de tener en cuenta toda la literatura que ensalza el paso de Mario Draghi por el BCE, incluyendo el apoyo a sus políticas por parte de la Unión Europea. No debemos olvidar que en las acciones más controvertidas de Draghi, el BCE ha contado con el respaldo de las Instituciones Europeas, no solo a nivel político sino también a nivel judicial. Prueba de ello, son las dos sentencias falladas a favor del BCE por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea: en la Sentencia Gauweiler (C-62/14) sobre el programa de compra de deuda pública del BCE, se confirmó la potestad de la institución para realizar las compras de deuda pública necesarias (Sarmiento Ramírez-Escudero, 2015). Así mismo en la Sentencia en el asunto C-493/17 quedó demostrado que el programa de compra de bonos soberanos en el mercado secundario no vulneraba el derecho de la Unión Europea ni excedía las obligaciones del BCE (Tribunal de Justicia de la Unión Europea, 2018).

Aún así, resulta difícil sacar en claro una conclusión acerca del paso de Mario Draghi por el BCE. ¿Qué ha supuesto realmente su labor para la economía de la zona euro? ¿Hasta qué punto han sido eficaces sus medidas? ¿Ha sido Mario Draghi un buen presidente? Como se ha expresado anteriormente, los objetivos de este trabajo pretenden hallar una valoración acertada y fundamentada sobre el mandato del ya expresidente del BCE, superando así el debate existente acerca de su paso por la institución, y dando respuesta a estas preguntas.

2 MANDATO DE DRAGHI

2.1 Contexto

El 4 de noviembre de 2011 el Consejo Europeo nombró al economista italiano Mario Draghi nuevo presidente del BCE, quien previamente había ocupado importantes cargos como director general del Tesoro Italiano o gobernador del Banco de Italia (Álvarez, 2016). Así, Draghi toma las riendas de la eurozona como máxima autoridad monetaria en Europa, relevando al anterior presidente Jean Claude Trichet, de nacionalidad francesa.

Desde entonces, hasta el 1 de noviembre de 2019, Draghi ha dirigido el BCE en un contexto complejo, caracterizado por la inestabilidad e incertidumbre, consecuencias directas de la crisis económica que asolaba Europa desde 2008. Así, para comprender y analizar bien el paso de Mario Draghi por el BCE y su evolución dentro de esta institución, hemos de revisar el contexto que le acogió en sus inicios como presidente, así como el legado que heredó de Trichet.

Como hemos apuntado, la situación económica de la eurozona que recibió a Mario Draghi en noviembre de 2011 era incierta y de alta complejidad. Si bien Trichet había logrado mantener una inflación media en la zona euro al rededor del 2%¹, en septiembre de 2011 ésta se disparaba al 3%, dejando a su predecesor la tarea de reducir dichos niveles hasta unos aceptables. Algo parecido le aguardaba a Draghi en relación con los tipos de interés, los cuales habían sido elevados por Trichet del 1% al 1,50% (Pérez, 2011).

Jean Claude Trichet había liderado el BCE desde 2003, permitiendo a la eurozona sobreponerse desde la caída de Lehman Brothers. De esta manera, el presidente francés actuó como proveedor de liquidez para los bancos europeos que precisaban de ayuda, con su conocido “*manguerazo de liquidez*”, un programa que concedió financiación a las principales entidades financieras de la eurozona. Dichas acciones buscaban la salvaguarda de estos bancos, y quedaron reflejadas a través de programas de subastas, garantías menos exigentes, plazos de devolución más amplios y en tipos fijos de interés. Es en este periodo cuando los tipos cayeron de un 3,75 % en 2008 al 1% en julio del 2009. Y no será hasta más adelante, entre 2010 y 2011, con el rescate de Grecia, Irlanda y Portugal, cuando Trichet los suba al 1,5% que recogería Draghi posteriormente (Sánchez, 2015).

¹ Como veremos a continuación, el objetivo de inflación fijado por el TFUE en su artículo 127, se estima en uno “cercano pero no superior al 2%”.

Sin embargo, la dificultad de Draghi no recaía únicamente en el futuro los tipos de interés, un aspecto sobre el que éste ya tenía las ideas claras desde el inicio de su mandato. Si bien la inmediata necesidad de tomar una decisión sobre los tipos conformaba un carácter importante de cara a su mandato, Draghi también debería hacer frente a una misión de naturaleza más compleja: la salvación de la zona euro.

El contexto de pleno riesgo de fragmentación del euro que amenazaba a Europa en 2011 había comenzado en mayo de 2010, con la crisis de deuda soberana en la UE, particularmente en países como Grecia, Irlanda y Portugal. La intervención del BCE en los mercados de deuda pública y privada comprendió un programa que permitía la compra en el mercado secundario de la deuda pública de dichos países hasta marzo de 2011. Posteriormente, en julio y agosto de 2011, el BCE compraría de nuevo deuda pública de España e Italia, así como de otros países.

Como resultado, Draghi recogería una eurozona en la que la inflación rondaba el 2,60%, y los tipos de interés el 1,50%, como hemos mencionado previamente (Sánchez, 2015). En este contexto los principales objetivos del nuevo presidente de la institución podían resumirse en los siguientes: cumplir con la tarea propia del BCE consistente en “*definir y ejecutar la política monetaria de la unión*” (Art. 127.2 TFUE), y mantener la inflación en el valor definido por la institución en 2003: inferior pero cercano al 2%². Eran estas condiciones sobre las que giraba el apoyo al resto de políticas de la Unión y que definían el principal objetivo de la institución: mantener la estabilidad de precios (Art 127.1 TFUE).

Sin embargo, cumplir con los objetivos macroeconómicos, así como la toma de decisiones sobre qué herramientas utilizar y cuando ejecutarlas no sería tarea fácil para el presidente, máxime teniendo en cuenta la inestabilidad y riesgos que sedimentaban la zona euro en 2011.

² Si bien este objetivo se mantiene en la actualidad, existe un debate acerca de su certitud. Como desarrollaremos más adelante, se plantea la posibilidad de corregir este objetivo, no se sabe si hacia un concreto 2% o hacia una cifra inferior o superior a la actual.

2.2 Evolución del cargo de Mario Draghi

Teniendo en cuenta el contexto dado, la consecución de los objetivos del BCE iba a requerir el empleo de medidas extraordinarias, así como de instrumentos específicos que lograsen paliar las consecuencias de la crisis, para así poder mantener el correcto rumbo de la eurozona (Pérez, 2011). El uso de estos instrumentos, y la capacidad para modular las acciones del BCE, adaptando la política monetaria a las diferentes circunstancias que generó la crisis económica en la eurozona, fue lo que caracterizaría el mandato de Mario Draghi.

2.2.1 Instrumentos del Banco Central Europeo

Como hemos explicado, la gran capacidad de adaptación con la que Mario Draghi fue moldeando la política económica para la eurozona, reside en la correcta toma de decisiones sobre el uso de las herramientas a disposición del BCE. Es por ello, que para analizar el paso de Draghi por la institución estudiaremos los instrumentos de los que éste se valió y cómo los ejecutó para sacar la eurozona a flote desde su llegada en 2011, hasta su partida en 2019.

De esta manera hablaremos sobre varios instrumentos específicos, siendo algunos ordinarios y otros de carácter extraordinario. Más concretamente, el trabajo se centrará en las acciones de Mario Draghi sobre los tipos de interés en la zona euro, incluyendo el tipo central del BCE, así como los tipos para la facilidad de depósito. También repasaremos la llamada *barra libre de liquidez*, programas de facilidad extraordinaria de crédito reflejados en las *Long Term Refinancing Operations* (LTRO) de hasta 3 años, y su remplazo por las *Targeted LTRO* (TLTRO) de hasta 4 años. Por último, nuestro análisis incluirá la toma de medidas sobre las *quantitative easing* (QE). Así mismo, iremos estudiando de manera paralela la utilización de la *Forward Guidance*, en lo respectivo al anticipo de decisiones y a la comunicación que el BCE sobre sus diferentes acciones.

Aunque el análisis de este trabajo se centra en los instrumentos anteriormente comentados, también es importante conocer que las decisiones de Mario Draghi también abarcaron otras herramientas³ de gran importancia para la política monetaria, aunque no se les preste la misma atención.

³ Coeficiente de caja (nivel obligatorio de reservas en el BCE), *Securities Market Programme* (PMV), *Outright Monetary Transactions* (OMT), compra de deuda privada (converged bonds-cédulas hipotecarias, CBPP, asset backed securities-bono de titulización, ABSPP y otros títulos) y deuda pública (PSPP), tanto nacional como regional.

2.2.2 Medidas adoptadas: análisis, impacto y valoración

En 2011 Mario Draghi llega a la presidencia del BCE, dando lugar a una nueva era en la institución que dejará atrás la ultraortodoxia monetaria de Jean Claude-Trichet. De esta manera el italiano irá poco a poco desplegando todo un arsenal de medidas expansivas, caracterizado por las herramientas anteriormente comentadas, dispuestas a evitar la fragmentación del euro y el precipicio económico ante el que se encontraba la eurozona.

Los primeros pasos del italiano determinarían una inmediata bajada de los tipos de interés del 1,5% al 1,25% que continuaría de manera ininterrumpida hasta dejarlos en 2016 al 0%. Además, poco después de asumir el cargo, en julio del 2012, Draghi se vería obligado a cambiar el rumbo de la política monetaria del BCE ante el riesgo real de fractura del euro, momento que quedó inmortalizado con la famosa frase que pronunció durante la *Global Investment Conference* de Londres, en julio de 2012 “*The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro, and believe me, it will be enough*”⁴ (Draghi, 2012).

Sin embargo, el escenario que se presentó posteriormente en 2014 era, si cabe, más complejo que en 2011. La recuperación de la eurozona se presentó débil y la inflación demasiado baja. A esto le acompañaba una gran tasa de desempleo estructural, déficit público, inestabilidad del sistema financiero y unas perspectivas que prologaban dicha situación en el tiempo. Esta dinámica hacía perder credibilidad a la política monetaria, ya que con la inflación en niveles tan bajos la recuperación económica se veía amenazada, al igual que la facilidad de financiación y la recuperación de la competitividad. En Draghi, y en su Consejo de Gobierno, recaía el deber de recuperar los niveles de inflación compatibles con la estabilidad de precios y el estímulo de la economía de la zona euro. Tanto las condiciones de financiación como las débiles perspectivas de crecimiento debían evolucionar si Draghi quería reconducir la situación macroeconómica de la eurozona a su cauce normal (Hernández de Cos, 2018).

Su mandato también quedaría marcado por el paquete de medidas expansivas que desplegó en la eurozona a partir de esta fecha. Entre estas medidas se encontraba el programa de *quantitative easing* que Draghi lanzaría por un periodo de 19 meses y que se prologaría hasta 2019 para retomarlo de nuevo en septiembre de 2019. Esta medida implicaría la compra de activos de deuda pública y privada de entidades de la eurozona por parte del BCE, que finalizarían en 2018 con una suma total de

⁴ Para más información sobre las palabras de Draghi en dicha conferencia pueden consultar el anexo 1, en la página 51.

compras por valor del 20% de PIB de la eurozona. La reducción de los tipos de depósito del BCE hasta la cifra negativa de -0,40% para marzo de 2016 y la introducción de las operaciones LTRO y TLTRO, también formarían parte del paquete expansivo que Draghi desplegó durante su mandato (Sánchez, 2015).

Sin embargo, aunque el año 2019 se confirmase como el último en el que Mario Draghi ejercería su cargo como presidente del BCE, esto no supuso barrera alguna para la continuidad de sus medidas. El Consejo de Gobierno que tuvo lugar en septiembre de 2019 quedó marcado con un nuevo paquete expansivo que aseguraría y reforzaría los anteriores ante un negativo contexto de escasa inflación y desaceleración económica para la zona euro.

Así, a escasos meses de su partida, Mario Draghi comunicó una nueva oleada de medidas expansivas que se llevarían a cabo en la zona euro. Dichas medidas incorporaban el lanzamiento de diversas novedades para el programa de financiación a largo plazo (TLTRO III) anunciado en marzo de 2019. Además, incluiría una bajada de diez puntos básicos al tipo de depósito, que desde 2016 se situaban en -0,40%, y el lanzamiento de una nueva *quantitative easing*, recurso que llevaba sin reactivarse desde la finalización del último programa de compras en finales de 2018.

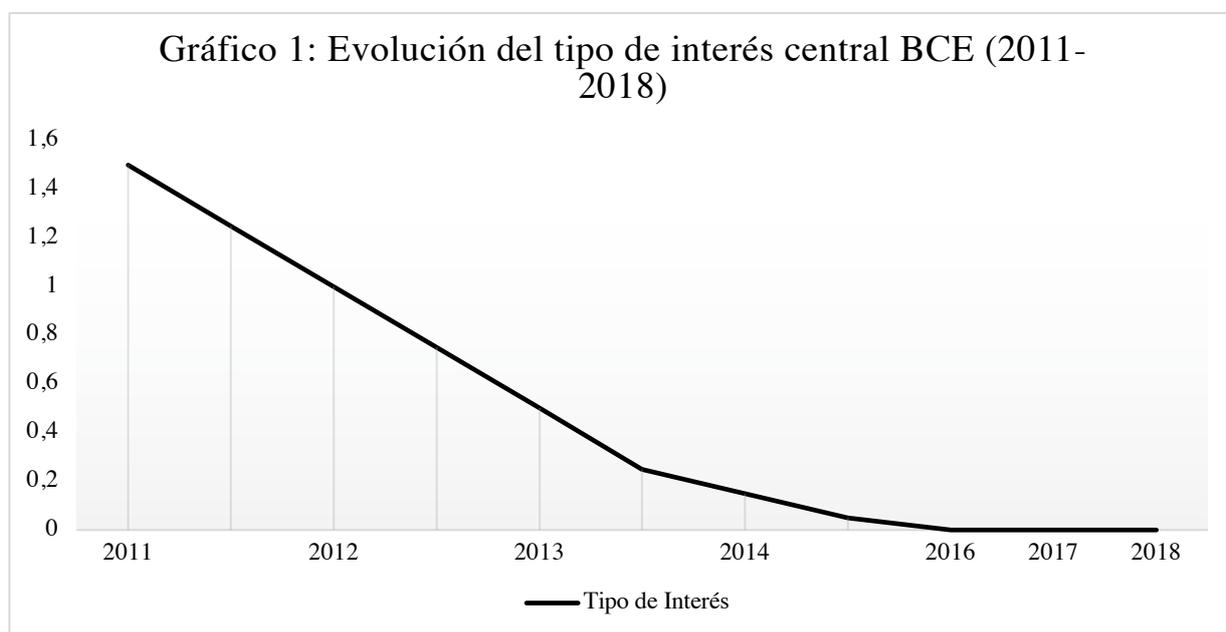
Como hemos visto brevemente, los años del BCE bajo el gobierno de Draghi se caracterizaron por el cambio, la toma de decisiones y la constante adaptación de la institución a las nuevas situaciones por las que la situación económica iría llevando a la eurozona, una adaptación materializada en continuas iniciativas y resoluciones que no cesaron hasta el mismísimo final del cargo del ya expresidente del BCE. A continuación, expondremos y valoraremos con más detalle estas medidas, analizando su evolución e impacto sobre la zona euro, durante los años que comprendieron el mandato de Mario Draghi.

• **Tipos de interés**

Tipo de interés central

Como ya explicamos anteriormente, cuando Mario Draghi llegó al gobierno del BCE, el tipo de interés de referencia con el que Trichet dio paso al mandato del italiano se situaba en el 1,50%. Si bien ya eran conocidas las intenciones de Draghi respecto a los tipos desde su llegada a la institución en 2011, éstas se materializaron en noviembre del mismo año, cuando el nuevo presidente los bajó al 1,25%, dando lugar a una tendencia interrumpida que acabaría por disminuir los tipos hasta el 0% en 2016, cifra que se ha mantenido hasta la actualidad.

Sin embargo, la bajada de los tipos de interés que debería haber tenido lugar en los años comprendidos entre 2011 y 2016 no se tomó de una vez, sino que se llevó a cabo de manera constante y progresiva, en ocho tramos acordados en diferentes Consejos de Gobierno que el BCE celebró durante este periodo. Draghi llevó a cabo la primera bajada de los tipos anteriormente comentada con su llegada a la presidencia del BCE, el mismo noviembre de 2011, estrenando así su mandato con un tipo de interés del 1,25%. Tan solo un mes más tarde los fijaría al 1%, iniciando 2012 con un tipo de interés nuevamente reducido.



Fuente: Elaboración propia. Referenciación (Euribor rates, 2020)

Más adelante, entre 2012 y 2013 los tipos experimentarían descensos que los harían evolucionar al 0,75%, 0,50% y 0,25 % para finales de 2013. Como era de esperar, estas bajadas continuas estuvieron expuestas a una fuerte crítica por parte de la opinión pública y periodística que seguía muy de cerca los movimientos de Mario Draghi. La bajada al 0,75% supuso la primera vez desde 1999 que el tipo central descendía del 1%. Aunque la rebaja era esperada e implicaba una señal positiva que reforzaría el balance los bancos centrales (que igualmente bajaban sus tipos de interés), la medida también alzó voces en contra. Sin ir más lejos, la actual presidenta del BCE, por aquel entonces directora del FMI, Christine Lagarde, criticó la falta de carácter selectivo de la medida. Lagarde alegaba que mientras la nueva bajada ayudaba a países como Grecia o España, también castigaba a otros que no necesitaban relajar su política monetaria como Alemania. Otras personalidades como Gustav Horn, miembro del

Instituto de Macroeconomía (IMK), no identificaban la bajada como un hecho de importancia económica, sino más bien como un gesto de carácter simbólico con el que el BCE mostraba sus capacidades (El Mundo, 2012).

Indiferente a las críticas y centrado en los buenos resultados de la economía en la eurozona, en 2014, Draghi nuevamente se pondría manos a la obra con la bajada de los tipos, alcanzando un mínimo histórico del 0,05%, que se mantendría a lo largo de un año y medio, hasta marzo de 2016. Fue en esta fecha cuando el presidente del BCE comunicó, tras el correspondiente Consejo de Gobierno, que el tipo de interés de referencia experimentaría una nueva bajada, situándolo así en el 0% que perdura hasta fecha de hoy (Banco Central Europeo, 2019).

Mario Dragui había dejado claro en 2012 que haría lo que fuese necesario para salvar el euro. Aunque estas afirmaciones iban sobre todo dirigidas a su intervención en los mercados secundarios para la compra de activos de deuda pública, la bajada del tipo de interés de referencia al 0% también fue prueba de las claras intenciones del presidente, máxime cuando aclaró que ese mínimo se mantendría durante un “largo periodo de tiempo”

Por supuesto, el empeño que el BCE de Draghi tenía en mantener la tendencia de bajada de tipos de interés seguía una clara estrategia expansiva a la espera de la mejora de las perspectivas del crecimiento económico para la zona euro. Estos estímulos iban directamente dirigidos hacia la mejora de factores como el consumo y la inversión, tanto a nivel privado como institucional. Por un lado, teniendo en cuenta el alto grado de bancarización de la eurozona, los efectos de la bajada de tipos se reflejarían en una disminución del coste de los préstamos. Así, con una mayor concesión de préstamos tanto a familias como a empresas, la economía empezaría a despegar y el consumo y la inversión se incrementarían, condiciones que quedarían reflejadas en un aumento de la inflación y del crecimiento económico de la zona euro. Por otro lado, en lo que respecta al sector público, los menores costes de financiación liberarían recursos para otros fines: más ayudas sociales, generación de empleo, alivio de deuda... (Hernández de Cos, 2018).

Sin duda el conjunto de medidas adoptadas supuso un gran estímulo monetario, lo que contribuyó a una progresiva consolidación de la recuperación económica de la zona euro, a la vez que procuraba la eliminación de riesgos de deflación. Como había pronosticado el BCE, estas medidas expansivas no solo contribuyeron a la mejora y normalización de los tipos de interés en la zona euro, sino que también se reflejaron en un mejor y mayor acceso a la financiación. Desde inicios de 2014, el número de créditos concedidos en la eurozona aumentó significativamente: los préstamos a los hogares

crecieron en un 2,90% y a empresas de naturaleza no financiera un 3,30% (Arce, Gimeno. y Mayordomo, 2017).

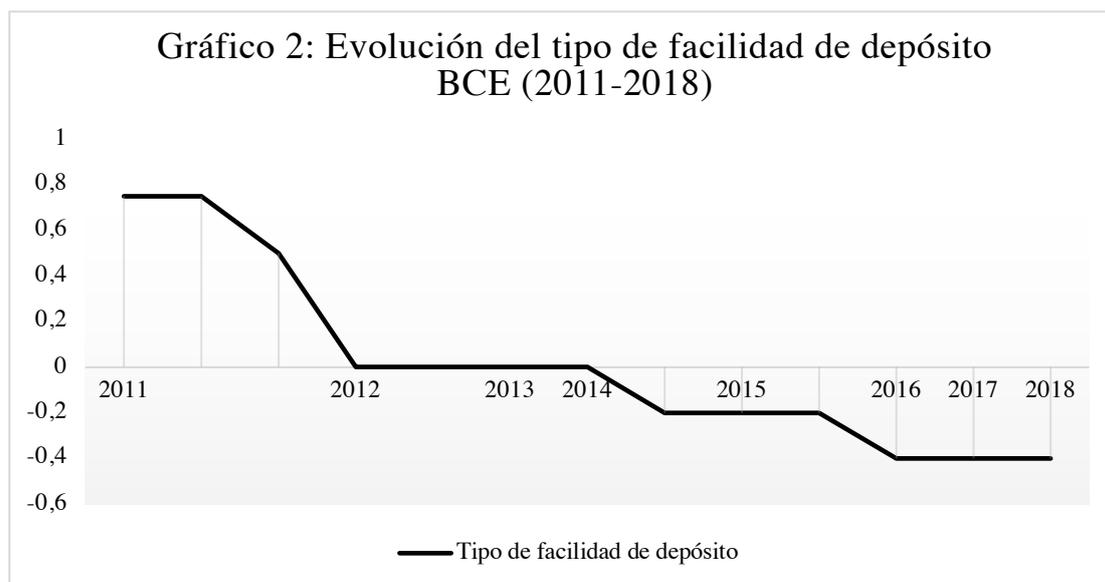
Estas condiciones financieras, potenciaron un mayor dinamismo del consumo privado, aumento de la riqueza de los hogares y mejora del empleo. Este último aspecto se venía reflejando ya desde 2013, con la creación de 7 millones de puestos de trabajo en la zona euro y cinco años más tarde, en 2018, con una reducción del desempleo del 8,50% (Comisión Europea, 2017). Una vez iniciada la recuperación económica a partir de 2014, la zona euro empezó a experimentar tasas de crecimiento positivas por encima del crecimiento potencial estimado. Si bien los expertos lo fijaban en tasas de entorno al 1,50%, el área del euro superó las expectativas alcanzando tasas positivas durante 21 meses consecutivos, que alcanzaban hasta el 2,50% (Comisión Europea, 2017).

En lo que se refiere al PIB, se previeron subidas del 2,10%, 1,90% y 1,70% para los años 2018, 2019 y 2020 respectivamente, tendencias que aumentaban en paralelo con una esperada reducción de los riesgos de deflación, reflejada en el 1,70% de incremento en cuanto a la evolución de los precios en la zona euro para el mismo periodo (Hernandez de Cos, 2018).

Sin embargo, aunque estas fuesen las predicciones de crecimiento, hoy podemos ver cómo se han desplomado. La ralentización del crecimiento económico prevista para 2019 y 2020, así como los bajos niveles de inflación (alrededor del 1%), no han ayudado a reunir las condiciones necesarias para que el BCE abandonase el mantenido 0%. De esta manera, nos encontramos con que Mario Draghi no ha subido los tipos de interés en 8 años, una tendencia que parecerá prolongarse con el mandato de Christine Lagarde ante las negativas previsiones de recuperación.

Tipo de depósito

Con el tipo de depósito habría sucedido algo parecido. Cuando Mario Draghi toma las riendas del BCE, el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito residía en un mantenido 0,75%. Sin embargo, el nuevo presidente no tardó en bajarlo. En su primer Consejo de Gobierno celebrado en noviembre de 2011, decide disminuir la cifra en 25 puntos básicos, situándola en un 0,50%. Con dos sucesivas bajadas realizadas entre 2012 y 2013, el tipo de depósito caería hasta el 0%, como podemos ver en el gráfico 2.



Fuente: Elaboración propia. Referenciación (Banco Central Europeo, 2019)

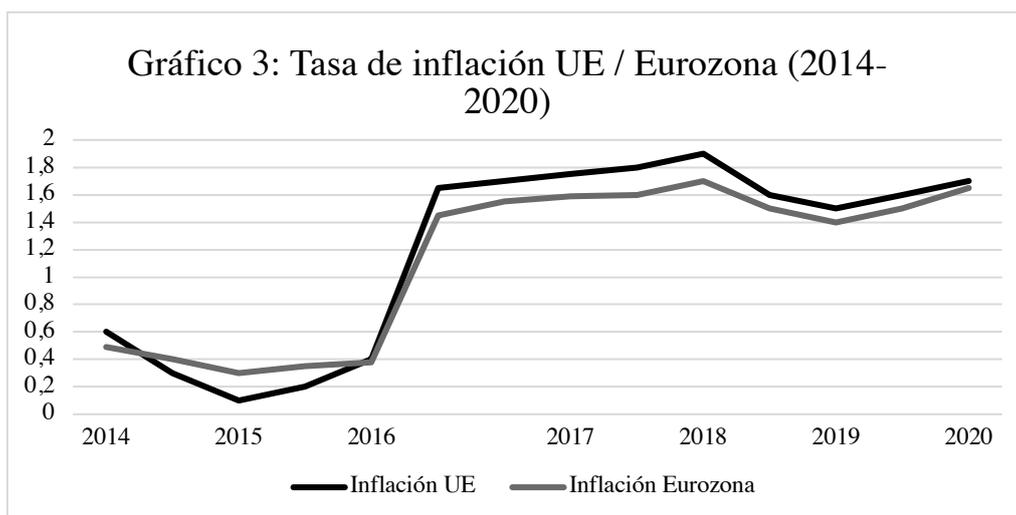
Como es observable, la evolución de los tipos de interés, tanto el central como el de depósito, fue relativamente paralela hasta 2014, año en el que mientras el tipo de referencia se mantendría al 0%, el de facilidad de depósito continuaría su descenso hasta alcanzar niveles negativos del -0,20% (Banco Central Europeo, 2019).

El hecho de colocar el tipo de depósito hasta cifras negativas no se pasó por alto, puesto que desde ciertos sectores de la eurozona, en especial en Alemania, no se compartía la misma visión de Draghi. La Asociación Alemana de Bancos Privados puso en duda las capacidades del presidente italiano apuntando que la bajada del tipo de depósito hasta niveles negativos no era el instrumento adecuado para la reactivación del crédito en la zona euro. De la misma manera, la Asociación Alemana de Bancos Cooperativos criticaba el debilitamiento del ahorro al que conducía esta dinámica⁵ (Libre Mercado, 2014).

⁵ La controversia en cuanto a la penalización de los ahorradores volverá a aparecer más adelante con la nueva bajada en el tipo de depósito que el BCE anunciaría en septiembre de 2019. Aunque las continuas rebajas del BCE en el tipo de depósito tuvieran efectos positivos en cuanto al dinamismo de economía de la eurozona, también tenía un lado negativo. Si el objetivo era incentivar la movilización del dinero en inversiones productivas y en la concesión de créditos, esto era fruto de la penalización al ahorro, cobrando a quienes tuvieran dinero parado. Así la banca resultaría siendo el sector que saldría peor parado, pagando más por el recorte de los tipos o trasladando directamente el coste íntegro a sus clientes: los ahorradores (El Mundo, 2019).

Efectivamente, la bajada de los tipos de depósito no iba dirigida a reforzar el ahorro del ciudadano alemán, ni a contentar los intereses de la banca alemana. Como es lógico estas medidas pretendían estimular el crédito, consumo y circulación de capitales en la eurozona, especialmente en las áreas más afectadas que ya empezaban a recuperarse de la crisis.

Sin embargo, el deterioro de las perspectivas inflacionistas producido entre 2015 y 2016 que colocó la tasa de inflación de la eurozona por debajo del 0,50% (véase en el gráfico 3), obligó al gobierno de Draghi a prolongar la tendencia negativa del tipo de depósito, bajándolo nuevamente en 20 puntos básicos en marzo de 2016, dando con una tasa del -0,40%. Así pues, el BCE mantuvo el tipo negativo a -0,40% desde esta fecha, una tasa que obligaba a los bancos a pagar una cantidad cercana a 7.000 millones de euros en intereses a la institución europea (Hernández de Cos, 2018).



Fuente: Elaboración propia. Referenciación (Fernández, 2019)

Como mencionamos en la introducción, en septiembre de 2019 Mario Draghi anunció un nuevo paquete de medidas en respuesta al contexto de desaceleración económica que se venía dando en el área del euro desde principios del mismo año. A pesar de que los últimos datos económicos apuntaban hacia un crecimiento positivo aunque moderado de la zona euro, la relajación del incremento del PIB era tangible: si bien en el primer trimestre de 2019 el PIB aumentó en un 0,40%, en el segundo lo hizo en un 0,20%. Una desaceleración que también quedaba reflejada en el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico para los meses siguientes, ya que en septiembre habían disminuido respecto a lo previsto junio. La tasa de inflación, también se veía afectada, ya que desde

2018 había disminuido en casi 10 puntos básicos (véase en el gráfico 3). Esta desaceleración en su mayor parte había sido producto de la incertidumbre a escala global en el ámbito del comercio internacional, que en particular estaba afectando al sector manufacturero de la eurozona. Así, el BCE pasó de esperar una paulatina normalización económica a partir de 2018, a revertirla en 2019 para ponerse de nuevo manos a la obra con medidas extraordinarias.

En este contexto, en vista de los resultados del análisis económico-monetario y del empeoramiento de las perspectivas para la zona euro, el BCE confirmaba la necesidad de implantación de nuevas medidas expansivas para la acomodación monetaria de la eurozona y el alcance de la convergencia sostenida y continuada de la inflación hacia los niveles cercanos del 2% (Banco Central Europeo, 2019).

Es así como Mario Draghi puso en marcha dichas medidas en septiembre de 2019, las cuales incluían también cambios respecto al tipo de depósito. A pesar de que las entidades financieras de la eurozona se enfrentaban a una tasa negativa del -0,40% desde marzo de 2016, el Consejo de Gobierno decidió disminuirla en 10 puntos básicos adicionales. Con ello, el BCE situó el tipo de depósito en un -0,50%, primera bajada desde 2016. Además, comunicó la implantación de una nueva escala de tipos para compensar el impacto negativo que tendría esta nueva tasa sobre las entidades europeas que tuviesen dinero depositado en la institución. Esta escala implicaba una relación directamente proporcional entre el dinero depositado en BCE por las entidades financieras, y el tipo cargado respectivamente (Expansión, 2019).

De esta forma, la institución europea introduciría un procedimiento en el que parte de las tenencias de exceso de liquidez de los bancos quedarían exentas de la tasa negativa del -0,50%, extinguiéndose así el carácter general de la medida e instaurándose un sistema a dos niveles en el que se penalizaría a las entidades de crédito que acumulasen mayor liquidez y se aliviarían las cuentas de las entidades más pequeñas. Así, éstas podrían conceder más créditos (Igartua, 2019).

Tal y como dejó explicado el BCE, los intereses de este sistema de doble tramo seguirían la dirección del objetivo primordial de hallar una continuada convergencia de la inflación al objetivo establecido de 2%. Así mismo la institución ha remarcado el apoyo al canal de transmisión bancario de la política monetaria y el mantenimiento de la contribución positiva de los tipos negativos como base de esta medida. A pesar de estos cambios producidos en el tipo de facilidad de depósito, el resto de tipos permanecería sin variaciones: 0% para el tipo central, y 0,25% para el tipo de facilidad marginal de

crédito⁶, tasas que no se alterarían hasta que las previsiones para la inflación se acercan de manera sólida al referido 2% (Banco Central Europeo, 2019).

En general, la respuesta ante la tendencia bajista del BCE para los tipos de interés ha sido altamente criticada por los países del norte de Europa, Austria, Francia, Países Bajos y especialmente por Alemania. Más concretamente, las voces críticas se han unido desde las medidas tomadas en septiembre de 2019 calificadas en su mayoría como “innecesarias”, apuntando que las anteriores no habían logrado el objetivo de inflación cercano al 2%, y que éstas nuevas seguirían en la misma tónica.

Sin embargo, Draghi se ha mantenido siempre en la misma posición, indicando que una subida de los tipos y el correspondiente cese del resto de instrumentos expansivos, solo se produciría con una mejora de las previsiones económicas, materializadas en las tasas deseadas de PIB e inflación. Y añade que esta tarea no recae meramente en el BCE: los países de la zona euro también deben lanzar políticas fiscales que se amolden a los estímulos de la institución europea, ya que el crecimiento económico reside en la actuación conjunta y simbiótica de ambas realidades (La Vanguardia, 2019).

Como hemos podido observar, a lo largo de su mandato Mario Draghi se ha definido por ser coherente y constante respecto a sus resoluciones. De esta manera, vemos como la nueva bajada del tipo de depósito dentro del paquete de medidas de septiembre de 2019 y las palabras del presidente al respecto, refuerzan la continuidad que ha caracterizado sus decisiones. Sin embargo, las críticas y dudas sobre la efectividad de las previas disposiciones sobre el tipo de depósito alimentan la creencia de que la nueva bajada sea innecesaria.

No obstante, basta con volver a observar el gráfico 2 para comprobar que la subida de inflación que la eurozona experimentó entre 2016 y 2017 coincide con las sucesivas bajadas del tipo de depósito al -0,20% y -0,40%. Incluso con ello se alegaba que esta subida no llegaba a cumplir los objetivos de inflación y crecimiento económico, pero ¿Acaso es toda la responsabilidad del BCE?

Tal y como expresa Draghi, las medidas del BCE sientan la base sobre la que deberán actuar las entidades de la eurozona. De esta manera, el BCE no asume la total la responsabilidad de la tarea, puesto que los miembros de la zona euro también deben amoldar sus políticas (sobre todo las fiscales)

⁶ Aunque nuestro objeto de estudio se reduce al tipo de interés de facilidad de depósito y al tipo de interés de referencia, es importante mencionar que el BCE también posee otras facilidades permanentes como lo es el *interés marginal de crédito*. Éste hace referencia a la cantidad que las entidades bancarias de la eurozona pagan al BCE para obtener financiación a un día. Para ello, los bancos deberán aportar determinados activos en garantía de la devolución de los fondos al BCE (Banco Central Europeo, 2018).

para que todo funcione armónicamente. Esta claro que los objetivos de inflación y crecimiento económico no se conseguirán solo bajando los tipos o lanzando facilidades de financiación, sino participando y acoplando estos instrumentos. Así encontraremos que las medias expansivas de Draghi serán “innecesarias” o “inadecuadas” en tanto que los miembros de la eurozona no se adapten a ellas, ya que es fácil criticar las palabras de Mario Draghi, lo difícil es mirar hacia dentro y ajustarse a los estímulos del BCE.

- ***Quantitative Easing***

Si bien Mario Draghi había comenzado su mandato descargando medidas concentradas sobre los tipos de interés, éstas no eran suficientes para contrarrestar los estragos que la crisis iba dejando a su paso. Cuando hablamos de los efectos colaterales de la crisis en la zona euro es inevitable mencionar el impacto que estos tuvieron en la deuda soberana, de ahí el lanzamiento en 2014 de nuevas medidas expansivas como lo fueron las *quantitative easing*. Éstas se conformarían como operaciones de compra en las que el BCE alimentaría su balance con deuda de aquellos gobiernos de la zona euro que precisasen de su ayuda.

Sin embargo, el problema se remonta a 2010, a un contexto de inestabilidad generalizada entre las economías de la eurozona que se vería reforzada por el efecto de “contagio”. Dicho efecto terminaría siendo la principal causa de expansión de la crisis, llevándola a alcanzar dimensiones sistemáticas: lo que empezó como una crisis financiera pronto se tradujo en crisis de deuda soberana entre los Estados de la eurozona. En consecuencia, encontramos que este aspecto fue el que terminó por alarmar al BCE y el cual le llevó a tomar decisiones como las que estudiaremos a continuación. Así pues, encontramos el contagio como uno de los efectos que más exacerbaría los problemas de deuda soberana, y por tanto uno de los factores sobre los que el BCE debería de incidir más (Constâncio, 2012).

Es por ello que antes de analizar lo sucedido con las operaciones de *quantitative easing* hemos de hablar de los antecedentes a esta iniciativa: las operaciones de Programa para los Mercados de Valores (PMV)⁷ y el programa denominado Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC)⁸.

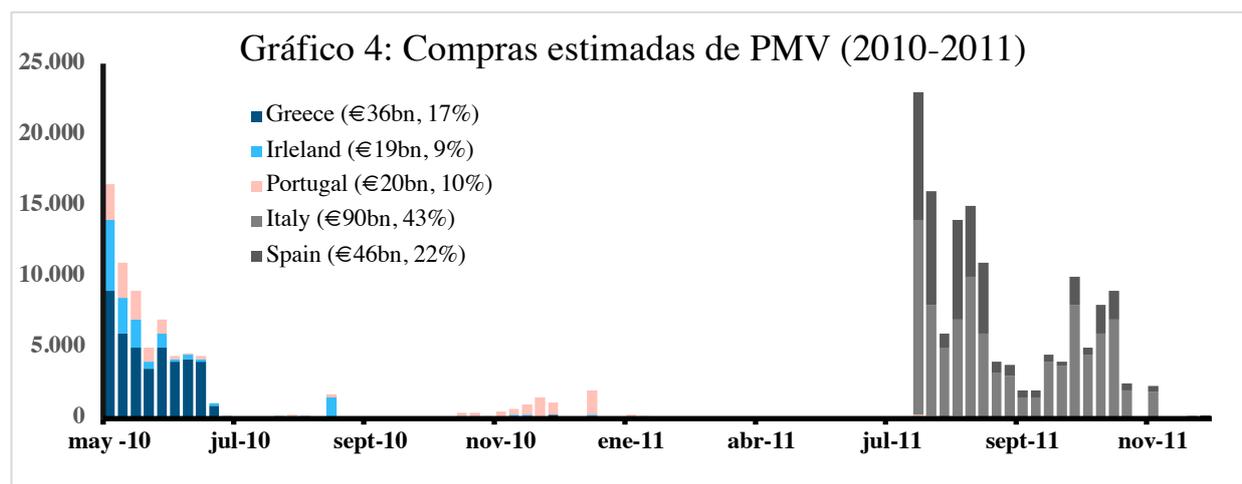
⁷ Del inglés: Securities Market Programme (SMP).

⁸ Del inglés: Outright Monetary Transactions (OMT).

Antecedentes: PMV y OMC.

Con el estallido de la crisis de deuda soberana en la eurozona y el miedo a su contagio, en mayo de 2010 el BCE de Trichet pondría en marcha su primera medida al respecto: el lanzamiento del PMV. Este programa abriría a los bancos centrales de la eurozona la posibilidad de adquirir activos de renta fija que incluían tanto deuda soberana de los Estados de la zona euro (en el mercado secundario), como títulos de entidades privadas (en mercados secundario y primario).

A este respecto es importante remarcar el hecho de que, si bien la compra de títulos privados podía efectuarse tanto en el mercado secundario como en el primario, las compras de títulos de deuda de los Estados estaban restringidas únicamente al mercado secundario. De no ser así, esta medida pretendería la directa financiación de los Estados del área del euro, algo que resultaría ser ilegal⁹ (Esteve 2012).



Fuente: elaboración propia. Referencia: (Barclays Capital, 2012)

Por otra parte, es interesante analizar el origen y distribución de los títulos adquiridos en el PMV, programa que se centró sobre todo en la adquisición de títulos procedentes de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España (aquellos miembros de la eurozona que salieron peor parados en cuanto crisis de deuda). Sin embargo, si observamos el gráfico 4, vemos que la adquisición de títulos de los cinco gobiernos no fue simultánea. Si bien en 2010 las compras se centraron sobre todo en Grecia, y en menor medida en Italia y Portugal, a finales de 2011 el PMV se reorientó hacia títulos de deuda irlandesa y española. Además, si bien el valor de las compras ascendió hasta los 218.000 millones, el

⁹ Los artículos 123 del Tratado de Lisboa y 21 del Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales prohíben el funcionamiento del BCE como prestamista de último recurso de los Estados de la zona euro (Esteve, 2012).

gráfico también nos muestra que no sigue una distribución homogénea. Mientras que España e Italia acumulaban la práctica totalidad del valor total de las compras (con un 46% y 43% respectivamente), los títulos de deuda griega no superaban el 17%. Por otro lado, Portugal e Irlanda acumulaban solo el 10% y 9% del total, respectivamente (Barclays Capital, 2012).

Como hemos visto, las compras del PMV se limitaron a 218.000 millones, además serían anuladas posteriormente con el anuncio de las OMC en 2012, ya bajo el mandato de Mario Draghi. Estas operaciones, aunque sujetas a cierto carácter de condicionalidad, permitirían al BCE adquirir bonos del Estado en el mercado secundario. Sin embargo, las OMC nunca llegaron a materializarse.

A pesar de que el lanzamiento de las OMC se anunció en tres ocasiones consecutivas entre julio y septiembre de 2012, como hemos explicado éstas nunca llegaron a ejecutarse. Sin embargo, los sucesivos anuncios sí tuvieron un efecto positivo en los mercados, materializado en una disminución de al redor del 2% los rendimientos de los bonos a dos años italianos y españoles.

Tal y como muestra la tabla 1¹⁰, dicha reducción se vería seguida por aumentos de PIB, precios y concesión de crédito, experimentados por las economías italiana y española (Altavilla, Giannone & Lenza, 2014).

Tabla 1: Efectos macroeconómicos asociados con el anuncio de las OMC			
	Variables	Efecto	Probabilidad de Efecto positivo
Italia	PIB	1.50	0.81
	Precios	1.21	0.86
	Crédito	3.58	0.82
España	PIB	2.01	0.80
	Precios	0.74	0.65
	Crédito	2.31	0.75

Fuente: elaboración propia. Referencia: (Altavilla, Giannone & Lenza, 2014)

Análisis de las *quantitative easings*

Este contexto previo nos lleva hasta 2014, año en el que Draghi buscaría una nueva medida expansiva para contraatacar los efectos negativos del vértice de la crisis respecto a la deuda soberana: incrementar el balance del BCE alimentándolo del déficit público que presentaban los gobiernos de la eurozona. Así pues, en el año 2014 Mario Draghi anunció la realización de dos programas de

¹⁰ La tabla informa de los efectos asociados a los anuncios de la OMT en términos de desviaciones porcentuales en el escenario OMT en relación con el escenario sin OMT al final del horizonte de proyección de tres años. La última columna informa de la probabilidad de que los efectos sean positivos (Altavilla, Giannone & Lenza, 2014).

compra de activos privados para entidades financieras de la zona euro, que un año más tarde, en 2015, evolucionarían hacia una compra de activos de mayor escala. Éste es el que conocemos como *programa expandido de compra de activos* o *quantitative easing*, que además de activos privados, también tendría en cuenta la adquisición de deuda pública de los gobiernos de la eurozona (Hernández de Cos, 2018).

De esta manera, la primera ola de *quantitative easing* incluiría compras de activos por valor de 60.000 millones mensuales, y se prolongarían hasta 2016. Esta medida se materializó en una inyección de liquidez para los bancos y gobiernos de la zona euro que ascendería al 11% del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Con la compra masiva de deuda pública y privada el BCE esperaba una respuesta de reactivación y dinamismo en los mercados financieros. De esta manera, se perseguía que los inversores favorecidos por el programa encontrasen sus balances más liberados de déficit y se abrieran de nuevo a los mercados, reemplazando los activos adquiridos por el banco central, por otros con características de duración y riesgo similares. Si éstos se trataban de instituciones financieras, entonces se esperaba que los programas se materializaran en nuevas concesiones de créditos tanto como para hogares como empresas, objetivos ligados a la tendencia a la baja de los tipos de interés que acompañaban a esta medida (Hernández de Cos, 2018).

Sin embargo, la primera *quantitative easing* que lanzó Draghi en 2014 recibió fuertes críticas en la eurozona, sobre todo y una vez más, por parte de Alemania. Las críticas a la nueva medida expansiva de Draghi, que iba de la mano con una rebaja del tipo central al 0,15%, surgieron de todo el país: desde la élite política y económica, hasta la presa y opinión pública alemana. La Asociación Alemana de Cajas de Ahorro acusaba a la política expansiva del BCE de “alienar” a los ahorradores europeos y “destruir” los valores de los activos. Jürgen Stark, exvicepresidente del Bundesbank y antiguo miembro del BCE apuntaba que las medidas “interventoras” de Draghi conducirían a una redistribución de los riesgos y propiedades perjudicial y contraproducente para los europeos. Por el contrario, el presidente del Bundesbank, Jens Weidmann respaldaba la decisión del BCE y la justificaba frente a las graves perspectivas de deflación en las que se encontraba la eurozona por aquel entonces (Libre Mercado, 2014).

Sin embargo, a pesar de las críticas, las expansiones cuantitativas no cesaron ahí, ya que en marzo de 2016 el volumen de compras aumentó en 20.000 millones mensuales más, ascendiendo así a la suma de 80.000 millones de euros en compras mensuales de deuda soberana y activos financieros. De ahí

en adelante las *quantitative easing* se prolongarían hasta finales de 2018, año en el que empezaron a reducir su cuantía. A finales de 2016 el programa se extiende por nueve meses más, pero incluyendo la cuantía inicial de 60.000 millones mensuales, que en 2017 se reducirían hasta los 30.000 millones. Ya en 2018, las cuantías eran por valor de 15.000 millones hasta finales de ese mismo año. En total, el BCE compró títulos de deuda pública y privada que ascendían al 20% del PIB de la eurozona (Hernández de Cos, 2018).

Si bien esta medida de carácter extraordinario se había dado por finalizada a finales del año 2018, Mario Draghi la resucitó en septiembre de 2019, ante las lentas perspectivas de crecimiento para la eurozona, explicadas anteriormente. De esta manera, en el comunicado de prensa¹¹ que tuvo lugar tras el Consejo de Gobierno del 12 de septiembre, la presidencia del BCE notificó la reanudación del programa de compra de activos, instrumento que reforzaría el impacto acomodaticio de los tipos de interés de referencia, aun manteniéndolos al 0%, y que ayudaría a lograr los objetivos de inflación y crecimiento económico esperados. Así pues, Draghi comunica la reactivación de las compras netas de títulos a un ritmo de 20.000 millones de euros mensuales, que comenzarían a partir del 1 de noviembre de ese mismo año, y que esperaban continuar durante el tiempo “*que fuese preciso*” (Banco Central Europeo, 2019).

A pesar de que la cuantía de las compras era algo inferior de la esperada por los analistas, la cual rondaba los 30.000 millones mensuales, ésta se comprendería en un plazo indefinido y no uno de 12 meses, como se había pronosticado. El BCE remarcó que dicho carácter indefinido, se atendería también al refuerzo que la institución realizase sobre el impacto de los estímulos en lo respectivo a sus decisiones sobre los tipos de interés, ya que, como había anunciado la entidad: “*según finalicen las compras, se procederá a elevar los tipos de referencia*” (Expansión, 2019).

Sin embargo, aunque la reactivación de las compras de activos fue aprobada por dos tercios del Consejo de Gobierno, las críticas a Draghi han seguido lloviendo incluso desde dentro. Es así como el presidente del banco central holandés, Klaas Knot, quien también formaba parte del Consejo de Gobierno, aseguraba que “*la reactivación del programa de compra de activos es desproporcionado en relación con las actuales condiciones económicas, y hay razones sólidas para dudar de su eficacia*” (Palabras de Klaas Knot: El Economista, 2019). Es más, el mismo aseguraba que la eurozona presentaba un funcionamiento en plenas capacidades, con salarios en aumento y estupendas condiciones de financiación... algo que parece ir en una tónica distinta a la que muestran los escasos índices de crecimiento económico para la zona euro. En este sentido, el gobernador del banco central

¹¹ Para más información sobre el Consejo de Gobierno del 12 de septiembre de 2019 consultar el anexo 2 en la página 54.

austriaco, Robert Holzmann, criticaba la nueva medida tachándola de innecesaria. Holzmann cuestionaba el lejano objetivo actual del 2% de inflación, apuntando que quizás el BCE debía replantearse un 1,5% como índice estable o “casi estable”, evitando así el despliegue de medidas como la nueva *quantitative easing* (El Economista, 2019).

Como hemos visto durante la práctica totalidad de su mandato, Mario Draghi no ha dudado a la hora de desplegar medidas expansivas como lo son las *quantitative easing*, hasta cuando no contaba con el apoyo de los grandes bancos centrales de la eurozona. Incluso ante su partida del BCE, Draghi ha demostrado preocuparse por la salvaguardia del euro, despidiéndose de la institución con la nueva ola expansiva de septiembre del 2019. Que las compras masivas de activos bajo el mandato del italiano hayan resultado exitosas o no, es algo que se puede responder fácilmente: aunque el precio haya sido caro, y las críticas duras, ninguno de los actuales miembros de la UEM abandonó el euro. Claro está que esta medida debe ser juzgada junto con el resto de herramientas que Draghi puso a funcionar hasta su partida en 2019, de las cuales falta por analizar una de gran importancia.

• **Barra libre de liquidez: operaciones LTRO y TLTRO -II-III**

Las *Long-Term Refinancing Operations* (LTRO) eran operaciones que proporcionarían financiación a largo plazo a entidades bancarias de la eurozona a través de una facilidad extraordinaria. Éstas se conformaron como otra de las medidas no convencionales que el BCE llevaría a cabo bajo el mandato de Draghi. De esta forma se introducen las operaciones LTRO entre 2011 y 2012, y un nuevo programa de *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO) en 2014, posteriormente expandido hasta 2016 (TLTRO-II) (Hernández de Cos).

Estos programas fueron conocidos como *barra libre de liquidez*, y básicamente consistían en “créditos” que el BCE pondría a disposición de las instituciones financieras de la zona euro. Estos créditos estaban dotados de condiciones muy ventajosas respecto a su cuantía, vencimiento y coste, eso sí, condicionadas a su materialización en préstamos y créditos destinados a empresas y consumidores. Sin embargo, Draghi no introdujo estas medidas pensando meramente en la ayuda financiera y rescate de los bancos europeos, sino en el beneficio de la economía real. Si bien la *barra libre de liquidez* iba destinada a aliviar el balance de las entidades financieras y a dotarlas de una mejor situación, el BCE esperaba que esto se viera reflejado en un incremento de la concesión de préstamos a hogares y empresas. Puesto que uno de los efectos de la crisis financiera fue la cesión y desaparición de préstamos y créditos, con las LTRO Y TLTRO el equipo de Mario Draghi pensaba solventar dicho problema (S. Jiménez, 2019).

Así los bancos que participasen en las operaciones LTRO y TLTRO obtendrían financiación basada en la cuantía de los préstamos vivos concedidos a empresas y hogares, no solo a tipos de interés más bajos que los que el BCE fijaba por norma general (ya muy reducidos), sino también incorporando ventajas respecto a factores como la cuantía del colateral entre otras condiciones. De esta manera, el BCE favorecería así a las entidades que concedieran más facilidades financieras a la economía real.

Como hemos apuntado, la conocida como *barra libre de liquidez* no solo proporcionaría ventajas respecto a la cuantía y coste de la financiación, sino que también incorporaría facilidades en el plazo de devolución. Mientras que normalmente los créditos del BCE debían devolverse en plazos que variaban entre una semana y tres meses, las operaciones LTRO y TLTRO-II estaban sujetas a un vencimiento más largo que abarcaba hasta los tres y cuatro años, salvo que no cumplieren con el objetivo prefijado (Banco Central Europeo, 2016).

En diciembre de 2011 y febrero de 2012, Draghi despliega por primera vez estos programas de financiación a largo plazo a los bancos de la eurozona por valor de cerca un billón de euros, a vencimiento de tres años. El tipo de interés de su cuantía quedaría indexado al tipo de referencia, que por aquel entonces rondaba el 1%. Los objetivos de esta liquidez irían dirigidos tanto a la concesión de préstamos a hogares y empresas, como para el alivio de deuda pública. En la primera subasta de diciembre de 2011 se habían inyectado casi 500.000 millones de euros a 523 entidades, esta participación masiva, confirmó como un éxito la operación (El Mundo, 2011).

Sin embargo, a pesar de la exitosa participación de los bancos en las operaciones de LTRO, el objetivo inicial del BCE no se vio conseguido. Si bien las entidades financieras de la eurozona acudieron en masa a las primeras rondas de liquidez, éstas no aplicaron las precisas facilidades para la concesión de créditos a la economía real. Este hecho, sumado a la lentitud del crecimiento económico de la eurozona condujo a que en junio de 2014 Draghi anunciase una nueva oleada de operaciones de financiación a largo plazo, sujetas estrictamente a los objetivos respecto a la concesión de crédito: las TLTRO¹².

Durante dos años el BCE pondría a disposición de las entidades europeas ocho *barras libres de liquidez* de periodicidad trimestral. En las dos primeras rondas, el importe de las TLTRO ascendió al 7% del total de préstamos que las entidades otorgasen a la economía real (aproximadamente unos

¹² TLTRO: Como hemos mencionamos en la página anterior, las siglas TLTRO se refieren a *Targeted-Longer Term Refinancing Operations*. El hecho de la aparición de la “T” de “Targeted” implica el carácter supervisado de su utilización. Al contrario que en el caso de las LTRO, las TLTRO irían destinadas exclusivamente al objetivo del crédito.

400.000 millones de euros), a tipos de interés reducidos del 0,25%. En las seis rondas restantes los tipos de interés cayeron al 0,05% en 2015 y al 0% en 2016. Además, el BCE eliminó el límite de los fondos, hecho condicionado a la utilización de una financiación ceñida al objetivo de la concesión de préstamos para el sector privado (Pariente. R, 2016).

En 2016, el equipo de Mario Draghi decidió prolongar el programa en un TLTRO-II, consistente en cuatro nuevas rondas que durarían hasta 2017, también de periodicidad trimestral. Sin embargo, en esta segunda ola de TLTRO-II, la cuantía prestada por el BCE ascendería al 30% de la cartera de créditos dirigidos a hogares y empresas de los bancos de la zona euro. El interés sería el de tipo de referencia, que desde el año anterior ya se situaba en el 0%.

En la primera ronda de liquidez se concedió financiación por valor de 36.000 millones, en la segunda la cuantía ascendía casi a los 34.000 millones y en la tercera a 62.000 millones. Finalmente, la cuarta subasta alcanzó la cifra de 233.000 millones, una cuantía que superaba con creces las expectativas de los analistas, que rondaban en torno a los 150.000 millones. Estos créditos tendrían un plazo de devolución de hasta cuatro años, pudiéndose devolver en plazos trimestrales dos años después de la operación. No obstante, de no respetar el objetivo acordado, el crédito dispuesto debería devolverse al BCE en septiembre de 2016 (Pariente. R, 2017).

Sin embargo, las TLTRO-II no fueron las últimas rondas de financiación que Mario Draghi activaría bajo su mandato. En 2019, a pesar de la lejana vista de la crisis económica y de la situación de emergencia a la que Mario Draghi tuvo que enfrentarse a principios de su mandato, las entidades financieras de la eurozona volvían a precisar de la ayuda del BCE. Su ratio de solvencia comenzaba a estar dañado, hecho que se reflejaba en sus balances: desde 2012 éstos venían acumulando vencimientos de deuda que ascendían a más de 700.000 millones de euros y a los que se preveía sumar otros 380.000 millones más para finales de 2020 (S. Jiménez, 2019).

Con ánimo de mantener unas condiciones financieras favorables para el mercado de la zona euro, y fluidez en la dinámica de la política monetaria, en marzo de 2019 había quedado anunciada una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo (TLTRO III) con vencimiento a dos años, que se llevaría a cabo entre septiembre de 2019 y marzo de 2021. Las TLTRO-III proporcionarían financiación a entidades financieras que ascendería hasta un 30% de los préstamos concedidos por éstas. Además, el tipo de interés estaría indexado al tipo aplicable a las operaciones principales de financiación durante la vida de cada operación, lo que se traduciría en una mayor

financiación y tipos más bajos para aquellas entidades que concedieran más créditos a hogares y empresas.

Cinco meses más tarde, en septiembre de 2019, el BCE puso en marcha las TLTRO-III, e incluyó algunas modificaciones para respaldar la orientación acomodaticia de la política monetaria. Estas modificaciones iban dirigidas a los tipos de interés y a la duración del vencimiento, que se vería ampliada de dos a tres años.

De esta manera, el tipo de interés de las TLTRO-III quedaría fijado por el tipo medio de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Por otra parte, este tipo sería inferior para entidades cuya variación neta de préstamos superase un valor de referencia, pudiendo éstos ser tan bajos como el tipo de depósito medio que se diese en el periodo de vigencia de la operación (Banco Central Europeo, 2019).

Sin embargo, aunque medidas como éstas buscasen la fluidez de los mercados financieros y de la inversión en la eurozona, la inmediata reacción a la conferencia de prensa donde se anunciaron las nuevas medidas expansivas de Draghi, no fue positiva, y le pasó factura a la banca europea. Lo cierto es que las nuevas condiciones que el BCE puso sobre la mesa en cuanto al endurecimiento de los préstamos baratos, sumado al retraso de la subida de los tipos y a las noticias sobre las previsiones de lento crecimiento económico no tuvieron buen efecto, sobre todo en los bancos más expuestos al crédito hipotecario y promotor. Algunas entidades españolas como el Sabadell, CaixaBank y Bankia se dejaron caer en un 3,50%, 3% y 4% respectivamente, llevando al Ibex 35 hacia cifras negativas. Y en lo que respecta a la deuda, el bono español cayó hasta un 50%, alcanzando un valor de 0,14% de rentabilidad. No obstante, esta tendencia fue recuperándose según avanzaba la comparecencia del presidente (Igartua, 2019) (S. Jiménez, 2019).

En general, las decisiones respectivas a la aplicación de las LTRO y TLTRO han ido seguidas de una gran cantidad de críticas y respuestas negativas, como hemos podido ver con la inmediata bajada en bolsa de los bancos comentados, tras el anuncio de la activación de las nuevas operaciones de TLTRO-III. Y aunque aún es pronto para valorar la certitud de ésta última medida, a día de hoy sí que podemos afirmar que las operaciones previas de LTRO y TLTRO se reflejaron en resultados positivos para la reactivación del crédito y economía de la eurozona. En parte, prueba de ello reside en la inclusión de las TLTRO-III como medida extraordinaria del último paquete expansivo de Mario Draghi, previo a su despedida como presidente del BCE. A continuación, analizaremos el reflejo de las políticas de LTRO y TLTRO en la economía real de la zona euro, y si éstas resultaron ser medidas efectivas.

La efectividad de las operaciones TLTRO.

Como se ha explicado previamente, la introducción de los programas LTRO Y TLTRO en 2012 y 2014, iba dirigida hacia la promoción del crédito a empresas y consumidores de la zona euro y al consiguiente estímulo económico que esto produciría. Sin embargo, aunque las cantidades que el BCE puso a disposición de los bancos ascendieron el billón de euros, es importante conocer si estas acciones cumplieron con su objetivo principal o simplemente sirvieron para aliviar el balance de algunos bancos de la eurozona para más tarde olvidar su compromiso para con el crédito.

En 2019, los analistas Desislava Andreeva y Miguel García-Posada, llevaron a cabo una investigación empírica para testar el grado de efectividad que las operaciones TLTRO tuvieron en la reactivación del crédito en la zona euro. Su trabajo recogió una muestra de 130 entidades bancarias de 13 países diferentes, éste basaría sus conclusiones en la información extraída por una encuesta confidencial y en los balances de los participantes.

Además, las conclusiones de Andreeva y García-Posada tendrían una doble proyección: por un lado, se medirían los efectos directos de las TLTRO, es decir, su grado de efectividad en el aumento de la oferta de crédito de las entidades que participasen de las subastas. Por otro lado, también se medirían los efectos indirectos de la *barra libre de liquidez*, referidos al cambio de la competencia entre mercados y al aumento de oferta crediticia por parte de los bancos que no acudieron a las subastas. Gracias a la investigación, se demostró que las TLTRO de Draghi, habían resultado ser efectivas en ambas caras de la moneda (García-Posada Gómez, 2019).

A continuación, se muestran unas tablas que recogen los resultados de la investigación¹³. Según dichos resultados, observamos que la oferta de crédito realizada por las entidades que habían solicitado financiación había aumentado: se relajaron los criterios de concesión para las grandes empresas y se redujeron los márgenes aplicados a créditos que implicaban un menor riesgo. Sin embargo, tal hecho no se debía a la mera participación en el programa, (véase en la tabla 1) sino que residía en el volumen de fondos solicitado.

¹³ La tabla 1: “*Margen extensivo de las TLTRO*” presenta el efecto de la variable “participación”, mientras que la tabla 2: “*Margen intensivo de las TLTRO*” presenta el efecto de la variable “TLTRO banco”. La muestra incluye todos los bancos en la tabla 1 y los bancos que participaron en las TLTRO en la tabla 2 (Banco de España, 2019).

TABLA 1: MARGEN EXTENSIVO DE LAS TLTRO					
Variables dependientes (a)	(1) Criterios de aprobación generales	(2) Criterios de aprobación para pymes	(3) Criterios de probación para grandes empresas	(4) Márgenes de préstamos ordinarios	(5) Márgenes de préstamos de mayor riesgo
Participación	NS	NS	NS	NS	NS

TABLA 2: MARGEN INTENSIVO DE LAS TLTRO					
Variables dependientes (a)	(1) Criterios de aprobación generales	(2) Criterios de aprobación para pymes	(3) Criterios de probación para grandes empresas	(4) Márgenes de préstamos ordinarios	(5) Márgenes de préstamos de mayor riesgo
Aumento de TLTRO banco en 1 pp	NS	NS	7,2 pp	11,6 pp	NS

Fuente: elaboración propia. Referencia: (Banco de España, 2019)

NOTA: NS= Efecto no significativo.

Como puede observarse en la tabla 2, el incremento de un punto porcentual en la variable “TLTRO banco” aumentaba la probabilidad de relajar los criterios de aprobación a grandes empresas en 7,2 puntos, y la probabilidad de reducir los márgenes en préstamos ordinarios en 11,6 puntos. De lo contrario, la variable participación no suponía el incremento de dichas variables.

En segundo lugar, las TLTRO también demostraron tener efectos positivos indirectos, ya que cambiaron la dinámica de actuación de bancos no participantes en las subastas del BCE, fomentando la competencia entre mercados. Como podemos observar en la tabla 3¹⁴ el incremento de la variable “TLTRO país” de un punto porcentual, suponía un incremento de 7,6 puntos sobre la probabilidad de que una entidad no participante en las TLTRO relajase las condiciones para la concesión general de préstamos. Aún más, si los préstamos iban destinados a grandes empresas o a pymes, esto suponía incrementos de 12,6 y de 6,6 puntos respectivamente (García-Posada Gómez, 2019).

¹⁴ En esta tabla se muestra el cambio en la probabilidad de relajar criterios de aprobación y márgenes sobre préstamos cuando los competidores nacionales aumentan sus solicitudes de TLTRIO (Banco de España 2019).

TABLA 3: EFECTOS INDIRECTOS DE LAS TLTRO					
Variables dependientes (a)	(1) Criterios de aprobación generales	(2) Criterios de aprobación para pymes	(3) Criterios de probación para grandes empresas	(4) Márgenes de préstamos ordinarios	(5) Márgenes de préstamos de mayor riesgo
Aumento de TLTRO país en 1 pp	7,6 pp	6,6 pp	12,6 pp	NS	NS

Fuente: elaboración propia. Referencia (Banco de España, 2019)

NOTA: NS= Efecto no significativo.

Esta externalidad positiva que las TLTRO tuvieron sobre la competencia en el mercado de crédito de la eurozona llevó a una expansión de la oferta de crédito que fue más allá de las entidades participantes en la *barra libre de liquidez*. Así, encontramos que dicha medida supuso un claro éxito para la recuperación económica, tal y como lo expresó el mismo Mario Draghi: "*Las operaciones de LTRO y TLTRO han sido muy útiles y efectivas para restaurar la transmisión de la política monetaria en la eurozona*" (S. Jiménez, 2019). Para el presidente, estas operaciones fueron el refuerzo necesario para que las decisiones sobre los tipos al 0% y demás estímulos económicos se reflejasen en la economía de la eurozona.

Sin embargo, y a pesar del buen resultado que este estudio refleja sobre las antiguas operaciones de TRLTRO y TLTRO-II, no parece que el lanzamiento de las TLTRO-III en septiembre de 2019 siguiese la misma dinámica de éxito. Si bien es pronto para juzgar los resultados de este nuevo programa de financiación, sabemos que en su estreno las TLTRO-III tan solo recibieron a 28 bancos solicitantes de un total de 3.400 millones de euros. Si comparamos estos datos con los similares en las inauguraciones de TLTRO (2014) y TLTRO-II (2016), descubrimos que en ambas situaciones las entidades que acudieron fueron 255 y 514, solicitando cantidades por valor de 82.600 millones y 399.000 millones de euros respectivamente. Aunque la cantidad solicitada en la nueva operación de septiembre de 2019 no esperaba ser muy cuantiosa, si se estimaba en unos 30.000 millones, cifra que queda muy lejos de la realidad. Si a esto le añadimos las bajadas en bolsa anteriormente comentadas... el éxito de esta medida empieza a verse cuestionado.

No obstante, existen explicaciones que justifican este pinchazo, referidas a la penalización del exceso de liquidez que el BCE ejercería hasta finales de octubre, la tardanza con la que la institución anunció las mejoras efectuadas en las operaciones de TLTRO-III y el sistema a dos niveles que penalizaría a las reservas excesivas (Calvo, 2019).

De esta manera, el bajo protagonismo de las operaciones de financiación habría sido resultado de una mala combinación de factores externos, y no algo que marcaría las TLRTO-III como medida fracasada desde su inicio. Efectivamente, en la segunda ronda celebrada en diciembre de 2019 (ya bajo cargo de la nueva presidenta del BCE Chirstine Lagarde) las entidades que participaron en la *barra libre de liquidez* fueron 122, solicitando financiación por un total de 97.718 millones de euros (Europa press, 2019).

Como podemos ver, las diferentes barras libres de financiación que el BCE ha puesto a disposición de las entidades bancarias de la zona euro, ha resultado ser una herramienta efectiva, aunque no por ello menos criticada. Sin embargo, como hemos apuntado en alguna ocasión, los diferentes paquetes de medidas que ha ido desplegando BCE, así como las decisiones que quedan por tomar, no bastan por si solas. Al contrario, éstas han de venir acompañadas y acogidas por políticas nacionales que las refuercen.

- **Necesidad de actuación por parte de los gobiernos de la eurozona**

En septiembre de 2019, a pesar de las medidas anunciadas, el BCE advertía que la munición de su política monetaria no era infinita, ni tampoco suficiente para lograr los objetivos de inflación y crecimiento necesarios. Para obtener todos los beneficios de dichas medidas y reducir las vulnerabilidades de la eurozona, Draghi incidía en la necesidad de colaboración por parte de los gobiernos en lo relativo a políticas fiscales y estructurales. De esta forma, el aumento de productividad, la reducción de desempleo estructural y el potencial de crecimiento no serían posibles sin una mayor colaboración de los integrantes de la zona euro potenciando los estímulos procedentes de la política fiscal, tanto a escala nacional como supranacional (Banco Central Europeo, 2019).

En cuanto a las políticas fiscales de los gobiernos integrantes del área del euro, Draghi alabó su moderada orientación expansiva, y cómo este factor apoyaba el crecimiento económico. Sin embargo, en vista de la desaceleración económica, el presidente instó a los gobiernos con mayor margen de maniobra fiscal a actuar más eficazmente, insistiendo que esto ayudaría recortar la duración de las medidas del BCE y a una mayor recuperación. De la misma manera, Draghi se dirigió a los miembros de la eurozona con excesiva deuda pública, recomendando la aplicación de políticas prudentes que creasen condiciones propicias para dejar actuar libremente a los estabilizadores automáticos libremente (Igartua, 2019).

2.2.3 Recapitulación

Como hemos visto, el periodo comprendido entre 2011 y 2019 fue muy complejo para el BCE, caracterizado por la continua toma de decisiones expuestas a la presión que la crisis ejercía sobre la eurozona y a las constantes críticas que le seguían. Por ello, para tener una visión global del mandato de Mario Draghi, haremos a continuación una breve sistematización de los aspectos más importantes en cuanto a las medidas tomadas durante dicho periodo, resaltando los principales instrumentos de los que el expresidente se valió para enfrentarse a la crisis económica y el efecto que éstos tuvieron en la eurozona.

Uno de los principales aspectos que caracteriza del mandato de Mario Draghi es su política respecto a los tipos de interés, algo que, como hemos visto, se ha comentado y criticado en numerosas ocasiones. Si bien desde su llegada al BCE el italiano realizó continuas rebajas en el tipo de interés central, éste no lo ha subido en los casi nueve años de su mandato.

Como vimos anteriormente, estas bajadas comenzaron nada más llegar al cargo, reduciendo el 1,5% heredado por Trichet al 1,25% e iniciando una dinámica que acabaría por dejar los tipos al 0% en 2016. Tal y como comentamos, las repercusiones de las decisiones de Draghi respecto al tipo central fueron positivas: los préstamos otorgados a hogares y empresas aumentaron alrededor de un 3% (Arce, Gimeno y Mayordomo, 2017), además estas bajadas contribuyeron a una reducción del desempleo en la zona euro y tasas de crecimiento económico que superaban las expectativas y alcanzaron hasta el 2,5% en el periodo inmediato a 2014 (Comisión Europea, 2017).

En cuanto al tipo de depósito vimos cómo la dinámica era similar, aunque esta vez Mario Draghi superó la barrera del 0% y entró en terreno negativo. Si el tipo residía en un mantenido 0,75% a la llegada del italiano, éste procedería a bajarlo gradualmente hasta dar con el 0% en 2013, y más adelante en 2014 y 2016 bajarían hasta un -0,20% -0,40% respectivamente. Sin embargo, eso no fue todo, ya que como vimos anteriormente en septiembre del 2019 en vista de las pésimas previsiones de inflación y crecimiento económico para la eurozona, Mario Draghi volvería a reducir el tipo de depósito del BCE en 10 puntos básicos, dejándolo en un -0,50% (Banco Central Europeo, 2019).

Si bien la crisis económica que asoló a la eurozona desde 2009 comenzó siendo de carácter financiero, acabó evolucionando en un componente que la haría todavía más peligrosa, en lo que llamamos la crisis de deuda. A este respecto debemos destacar las disposiciones que Mario Draghi llevó a cabo, alimentando el balance del BCE de deuda soberana de los Estados de la zona euro mediante diferentes programas de compra de activos.

En nuestro trabajo hemos analizado las *quantitative easing*, al igual que de los programas de compras que le precedieron: por un lado, los PMV entre 2011 y 2012 de Trichet, que adquirieron deuda de España, Irlanda, Portugal, Grecia e Italia por valor de 218.000 millones. Por otro lado, estaban las OMC, que se anunciaron en 2012 y que, aunque nunca llegaron a aplicarse, hemos visto cómo su noticia sí resultó en un efecto positivo en los mercados.

Sin embargo, en nuestro trabajo hemos profundizado en mayor medida en el lanzamiento de las *quantitative easing*, operaciones que se lanzarían por primera vez en 2014, por las que el BCE compraría activos privados y de deuda pública por un valor inicial de 60.000 millones mensuales, que se aumentaría posteriormente en 80.000 millones. En 2016 se decide prolongarlas hasta 2018, aunque su cuantía se fue reduciendo gradualmente hasta los 15.000 millones mensuales. Finalmente, en septiembre de 2019 se volverían a reanudar las compras, esta vez “con carácter indefinido” aunque a un ritmo menor que los anteriores (con compras por valor de 20.000 millones mensuales) (Hernández de Cos, 2018).

Para terminar nuestra recapitulación, no podemos olvidarnos de hablar sobre las operaciones de LTRO y TLTRO. Como ya se explicó, éstas consistían en cantidades de líquido que el BCE pondría a disposición de instituciones financieras del área del euro. Dichas operaciones estaban dotadas de condiciones muy ventajosas respecto a su cuantía, vencimiento y coste, eso sí, condicionadas a su materialización en préstamos y créditos destinados a empresas y consumidores. A este respecto, debemos apuntar que las primeras operaciones de LTRO lanzadas en 2011 y 2012, aunque resultaron exitosas en cuanto su acogida, no lo fueron en cuanto la consecución de su objetivo de estimulación del crédito. Así, en junio de 2014 se anuncian las TLTRO, esta vez supervisadas en su cumplimiento con el principal objetivo respecto a la concesión de créditos. El programa fue prolongado en un TLTRO-II hasta 2017 y en 2019 Mario Draghi lanzaría un nuevo TLTRO-III. Como hemos visto el refuerzo de la supervisión en los TLTRO condujo a una mejor utilización del líquido prestado por parte de las entidades financieras de la eurozona, incentivando así las concesiones de créditos a la economía real (Banco Central Europeo 2019).

3 CONCLUSIONES: RESULTADOS E IMPLICACIONES

Una vez repasado el periodo de presidencia de Mario Draghi, habiendo analizado sus medias y el impacto económico que éstas tuvieron sobre la eurozona tenemos la perspectiva suficiente para valorar su mandato. Para ello, expondremos los aspectos más destacables del ya expresidente del BCE en la gestión de dicha institución y explicaremos de manera breve los resultados que su gobierno ha dejado en forma de retos para la eurozona.

3.1 Valoración del mandato de Draghi.

A continuación, para llegar a una completa valoración del mandato de Mario Draghi, expondremos una serie de cualidades que éste ha ido demostrando durante su presidencia y que en parte han ayudado en el desempeño de su labor.

- **La toma de decisiones de Mario Draghi: continuidad y coherencia.**

Como bien sabemos, el mandato de Mario Draghi ha estado caracterizado por su continua toma de decisiones, adaptando los instrumentos del BCE a las diferentes situaciones que han ido asolando a la eurozona durante su cargo. Sin embargo, el hecho de hacer hincapié en este aspecto tiene que ver con la gran capacidad con la que el italiano ha afrontado sus resoluciones.

En todas sus decisiones el ya expresidente del BCE ha demostrado contundencia y continuidad, características que han dado como resultado una política monetaria coherente e implacable. Ni las constantes críticas dirigidas hacia la inexistente subida de los intereses o hacia la condena del ahorro, ni la enorme presión que la crisis económica llegó a ejercer sobre los mercados y gobiernos de la eurozona hicieron temblar el pulso de Mario Draghi a la hora de tomar las medidas precisas. Como hemos visto durante todo el trabajo, las críticas hacia Draghi no fueron pocas, además provenían desde las más altas esferas políticas y económicas de la eurozona...en cambio, éstas apenas influyeron en los claros objetivos del italiano.

Sin embargo, la sobresaliente aptitud que Mario Draghi demostró en cuanto a la toma de decisiones no implica que éstas fuesen siempre acertadas. Quizás siguiendo con esta reflexión, el mayor mérito de Draghi a este respecto sería su capacidad para asumir la existencia de posibles asperezas en algunas de sus medidas y tratar de limarlas. Un claro ejemplo de ello se deja ver en la aplicación de las

TLTRO, previamente analizadas. Como bien sabemos, estas operaciones se lanzaron en 2014 en seguimiento de las anteriores LTRO, las cuales se emitieron entre 2011 y 2012, y no fueron capaces de conseguir el objetivo de reactivación del crédito deseado por el BCE. De esta manera, con el lanzamiento de las TLTRO (y posteriores TLTRO-II y TLTRO-III en 2016 y 2019) se corrige el elemento que había impedido a las anteriores LTRO conseguir la meta deseada. Como ya explicamos anteriormente, con la incorporación de la “T” (*Targeted*) la concesión de la liquidez que estas operaciones otorgaban a las instituciones financieras quedaría condicionada a su empleo en forma de concesión de créditos a la economía real, aspecto que sería supervisado por el BCE. Con ello, vemos como Mario Draghi no solo era consistente a la hora de adoptar las medidas y decisiones correctas, sino también a la hora de corregir los aspectos en los que éstas no funcionasen.

Si bien la continuidad y la coherencia han ido marcando las decisiones y medidas de Mario Draghi a lo largo de su presidencia, esto se ha terminado por confirmar en el periodo final de su cargo. Así, vemos como la creencia del italiano en la certeza de sus decisiones se demostró a escasos meses de su partida, en septiembre de 2019 con el lanzamiento de sus últimas medidas expansivas. La reducción del tipo de depósito en 10 puntos básicos, dejándolo al -0,50%, seguida por la nueva operación de compra de activos *quantitative easing* y la activación de las operaciones TLTRO-III, confirmaron la claridad que Mario Draghi tenía en su visión para la eurozona. Habría resultado muy sencillo pasarle el relevo a Christine Lagarde sin más complicaciones que las ya establecidas por el negativo contexto económico que aguardaba, en cambio Draghi optó por dar un último golpe en la mesa que cerraría su mandato como lo había empezado: con medidas expansivas, continuidad y coherencia.

- **La credibilidad de Mario Draghi: comunicación y *forward guidance*.**

Otro de los aspectos que debemos destacar de Mario Draghi sería la abierta comunicación que éste ha mantenido durante todo el mandato. La credibilidad de Draghi en muchas ocasiones ha hecho que sus palabras ante situaciones controvertidas resultasen en una inyección de seguridad para los mercados de la eurozona. Un claro ejemplo de esto fueron las palabras anteriormente comentadas que el italiano pronunció ante la inestabilidad que acechaba la crisis de deuda en 2012: “*The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro, and believe me, it will be enough*” (Draghi, 2012).

Otra ocasión en la que la credibilidad del expresidente del BCE tuvo un efecto positivo para la eurozona fue en el anuncio de las OMC. Como vimos previamente, estas operaciones nunca llegaron a aplicarse, sin embargo, los anuncios que Mario Draghi realizó sí lograron efectos satisfactorios en cuanto PIB, nivel de precios y concesión de crédito.

Además, existe otra medida integrada en la política de comunicación del BCE que la institución ha llevado a cabo durante estos años, aunque su carácter indirecto haya hecho que muchas veces pase desapercibida. Este es el caso de la conocida como *forward guidance*: la parte de la política de comunicación del BCE orientada a los próximos pasos de la institución y con la que la ésta trata de incidir en las expectativas sobre la evolución futura de la economía en la eurozona. A lo largo del trabajo hemos visto que muchas de las medidas tomadas implicaban continuidad en el futuro, un aspecto que podría haber resultado en incertidumbre.

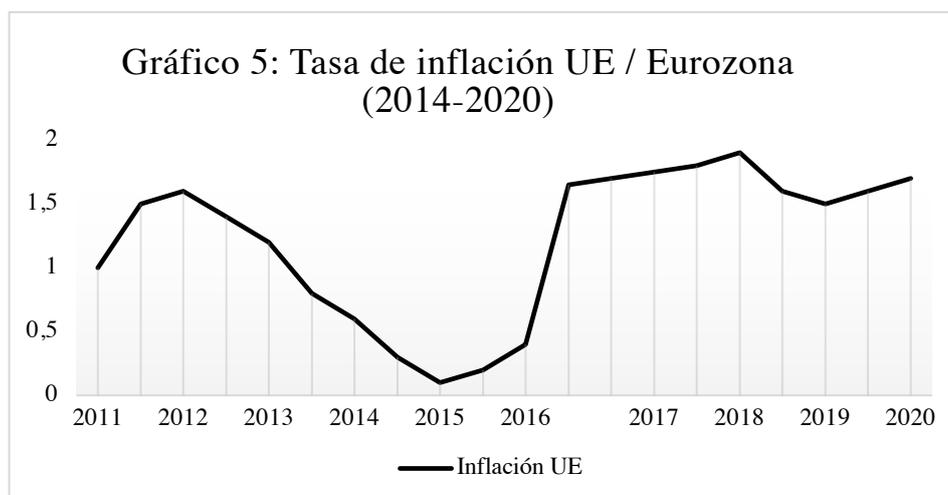
A este respecto Mario Draghi se ha servido muy bien de la *forward guidance*, tratando de evitar la generación de dudas sobre los pasos a tomar del BCE y aportando seguridad respecto a sus decisiones, algo que hemos podido ver en las constantes bajadas de los tipos de interés: en 2013 Mario Draghi habló sobre mantenerlas “*durante un tiempo prolongado*” y en 2018 volvió a asegurar que los tipos no aumentarían por lo menos hasta 2019. Comunicados parecidos también se vieron en 2015 con los programas de *quantitative easing*, donde Draghi especificó que las compras durarían “*más allá de lo establecido, hasta que se cumplieran los objetivos de inflación*” (Hernández de Cos, 2018).

Por lo tanto, podemos afirmar que la credibilidad de Mario Draghi hizo tanto de sus comunicados comunes como de la *forward guidance* mecanismos que no solo informarían a la eurozona, sino que también servirían de efecto estabilizador, aportando seguridad y certidumbre para los mercados de la eurozona.

- **Cumplimiento de los objetivos del BCE**

Si bien hemos visto las principales cualidades de Mario Draghi respecto a su credibilidad y toma de decisiones, esto no basta para realizar una valoración completa sobre su presidencia. A este respecto, no podemos pasar por alto la cuestión de si Draghi ha cumplido o no con los objetivos del BCE. Como hemos visto, las críticas hacia Mario Draghi en el desempeño de su cargo no han sido pocas. En su mayoría, éstas apuntaban al carácter inadecuado incluso innecesario de sus medidas además de sugerir que el presidente no estaba desempeñando un buen papel y que, en muchas ocasiones, había pasado por alto los objetivos de inflación y crecimiento.

Como bien explicábamos al principio del trabajo, el objetivo último del BCE es preservar la estabilidad de precios mediante la consecución del objetivo de inflación próximo al 2% (Art 127. TFUE). Por ende, el principal objetivo del presidente de la institución es velar por que esto se cumpla. Sin embargo, las gráficas y últimos datos extraídos del periodo correspondiente a la presidencia de Draghi nos muestran como el dato de inflación no ha cumplido con dicho objetivo en términos generales (véase el gráfico 5).



Fuente: Elaboración propia. Referenciación (Statista, 2019).

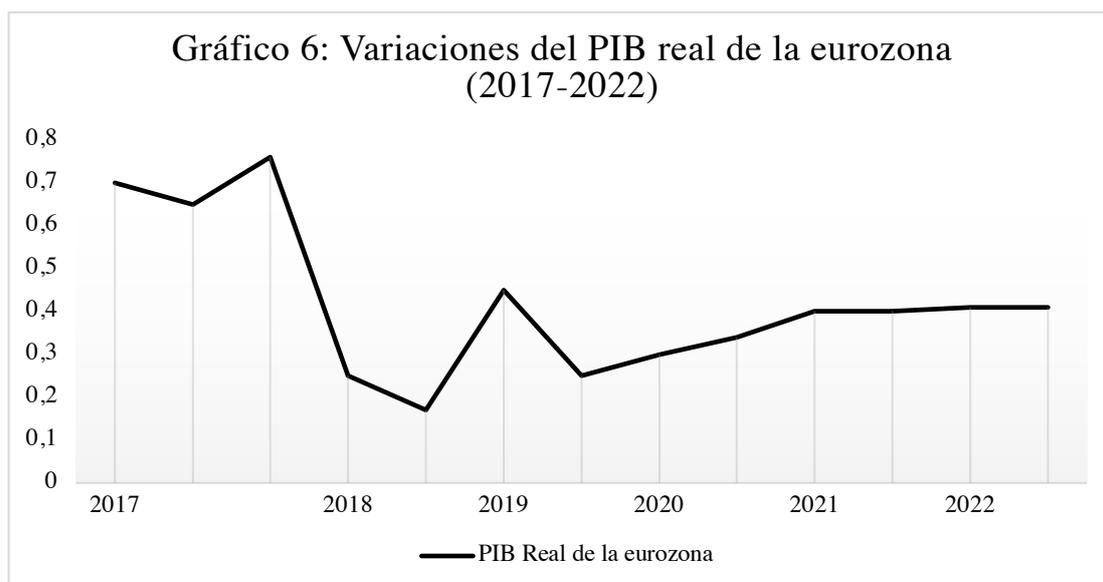
Si juzgásemos el mandato de Mario Draghi por su capacidad para mantener los niveles de inflación próximos a al 2%, podríamos afirmar que el expresidente no cumplió con el objetivo. Sin embargo, sabemos que más allá de este factor, el BCE tuvo que enfrentarse a una situación de crisis inusual. Tal vez en este aspecto la prioridad de los objetivos cambia. Si bien era preciso mantener la estabilidad de precios, (cosa que se había conseguido, aunque no sea en los niveles requeridos), también entraron en juego nuevas preocupaciones como el rescate de varios Estados y entidades financieras de la eurozona, la salvaguardia del euro, la restauración de las enormes tasas de desempleo, la reactivación del consumo... en definitiva, hacer frente a la crisis económica. En ese aspecto, si que podemos afirmar que Mario Dragui cumplió con las expectativas.

3.2 La herencia de Draghi: próximos retos para el BCE

Si bien el mandato de Draghi acabó en noviembre de 2019, su legado se extiende más allá de esta fecha y gran parte se refleja en los retos que el italiano ha dejado en la lista de deberes del BCE. Es por ello que comprender y estudiar el mandato de Draghi en el BCE no se limita al análisis de sus políticas y decisiones ejecutadas en el pasado, pues muchas de las medidas tomadas conforman una herencia que a día de hoy se proyecta hacia el futuro en forma de desafíos para la eurozona. A continuación, veremos como el análisis de algunos de estos retos nos ayudará a completar nuestro estudio y valoración del ya expresidente Mario Draghi.

- **Desaceleración económica**

Tal y como nos presenta el BCE en su informe de diciembre de 2019 relativo a las proyecciones macroeconómicas para la zona euro, la caída en las perspectivas de crecimiento económico supone uno de los retos más importantes para la institución. A pesar de que los resultados del tercer trimestre de este año han sido positivos, con un crecimiento del PIB trimestral del 0,20% y uno anual del 1,20%, también son más lentos y peores de lo previsto, algo que el BCE justifica en los factores adversos que se llevan produciendo en el comercio internacional desde hace varios meses y en la incertidumbre vinculada a factores geopolíticos, crecientes amenazas proteccionistas y vulnerabilidades en los mercados emergentes. Así, como podemos observar en el gráfico 6, a finales de 2019 nos encontrábamos con un PIB más reducido que a principios del mismo año. En 2020 vemos como éste seguirá incrementando poco a poco, y entre 2021 y 2022 el BCE lo espera remontar al 1,40% (Banco Central Europeo, 2019).



Fuente: elaboración propia. Referenciación: (Banco Central Europeo, 2019)

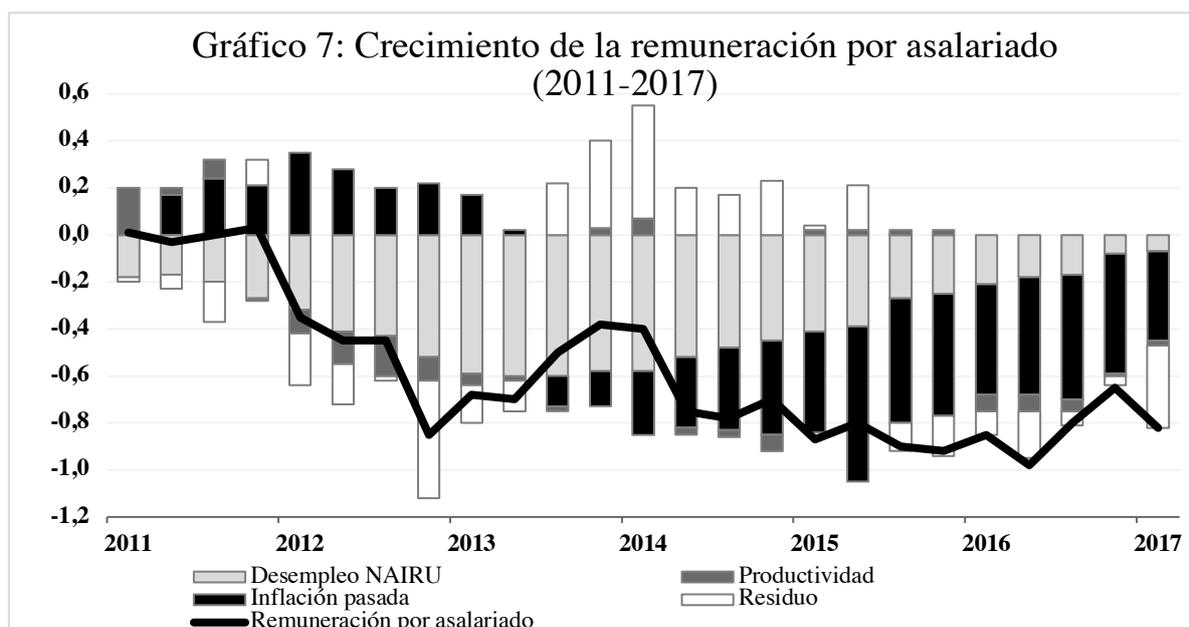
En lo relativo a la inflación, Draghi también destacó los persistentes riesgos de tendencia bajista, ya que las proyecciones macroeconómicas de septiembre (que ya eran peores que las de junio) auguraban un crecimiento de la inflación que rondase ya niveles próximos al 1% para 2019, niveles que se han cumplido y que se verán débilmente elevados a lo largo de 2020 y 2021, esperando acabar en 2022 con una tasa de inflación del 1,60% (Eurostat, 2019).

En este contexto, y con el lanzamiento en septiembre del 2019 del último paquete de medidas expansivas, Mario Draghi finaliza su cargo como presidente del BCE. Sin embargo, el relevo que toma Christine Lagarde, deja claro que el gobierno BCE no incorporará grandes giros respecto a su actuación. La nueva presidenta de la institución ha indicado que la continuidad de las políticas hasta ahora tomadas por Draghi, será lo que pilote las decisiones de su cargo. De esta manera, los tipos permanecen como hasta ahora: en el 0% el tipo de interés de referencia y en el 0,25% el de facilidad de préstamo. De la misma manera no ha habido cambios en la bajada del tipo de depósito que actualmente se sitúa en un -0,50%. Así, Lagarde asegura que el Consejo de Gobierno espera mantener los tipos de interés a estos niveles o incluso más bajos *“hasta que la previsión para la inflación se acerque de manera sólida cerca del 2% y se sienta de manera consistente en las dinámicas inflacionistas subyacentes”* (Igartua, 2019).

En relación con los tipos de interés y la naturaleza cíclica de la economía, es interesante mencionar el punto de vista que algunos economistas tienen al respecto. El contexto de bajo crecimiento y reducida inflación que ha caracterizado a la eurozona, ha llevado a pensar que detrás de esta dinámica haya factores más allá de los puramente cíclicos. Este es el caso de Pablo Hernández de Cos, quien nos introduce la posible existencia de un “tipo de interés natural” coincidente con el real, determinado en el marco de una política monetaria óptima que permitiese unos niveles idílicos de bienestar, inflación y PIB (Hernández de Cos, 2018).

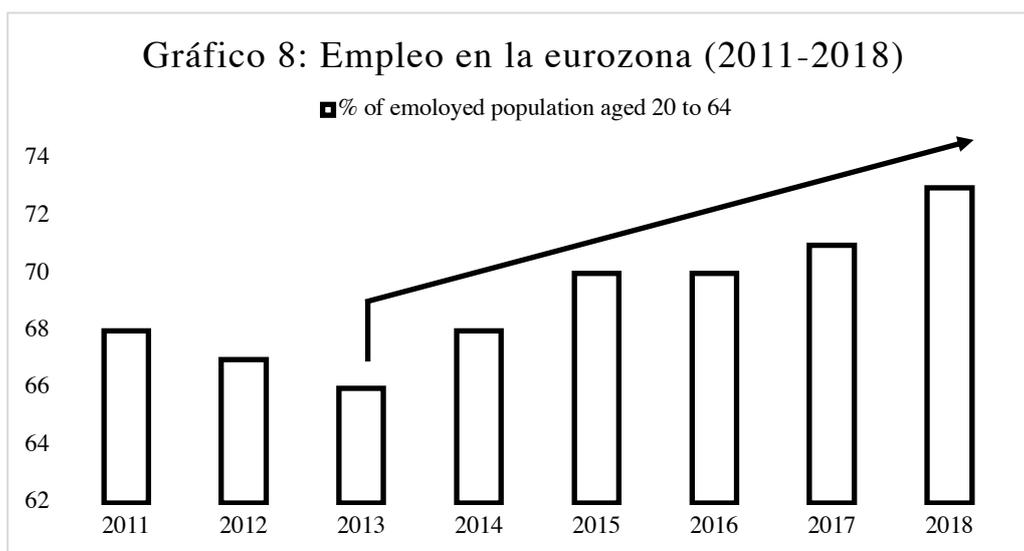
- **La reducida dinámica salarial por sus efectos en la inflación**

Otro reto importante del que el BCE no puede olvidarse es el moderado avance que los salarios han experimentado estos últimos años, una tendencia que parece que se prolongará en el tiempo y que describe el gráfico 7. Si observamos la imagen, podemos ver cómo la bajada salarial está estrechamente relacionada con los niveles de inflación al ser dos variables que fluctúan a la par. De la misma manera que el incremento de precios revaloriza los salarios, la caída en la tasa inflacionaria los devalúa. Claramente ambas variables están tan estrechamente relacionadas que los efectos se producen en ambas direcciones y se retroalimentan, siendo la bajada o subida de una, producto de la fluctuación de la otra y viceversa. Si el reto del BCE está en alcanzar los niveles establecidos de inflación, vemos como también ese reto aguarda relación con los salarios.



Fuente: elaboración propia. Referenciación: (Banco de España, 2018).

En 2018, el 73% de los europeos comprendidos entre 20 y 64 años estaban empleados (véase en el gráfico 8) un dato que refleja la positiva evolución del empleo que se lleva dando desde 2013 en la eurozona (Eurostat, 2019). Sin embargo, como hemos visto el negativo progreso de los salarios no ha acompañado esta evolución en la creación de empleo. Es cierto que, a parte de los niveles de inflación, este fenómeno también tiene otros factores explicativos como por ejemplo el bajo crecimiento de la productividad, las remesas de inmigrantes, factores tecnológicos y ligados a la globalización...etc (Hernández de Cos, 2018).



Fuente: Elaboración propia. Referenciación: (Eurostat, 2019).

- **Normalización monetaria**

A pesar de que el proceso de normalización de la economía en la zona euro parece retrasarse más de lo esperado, cabe esperar que cuando esto suceda, el papel del BCE vaya evolucionando gradualmente hacia uno más limitado. La reducción de sus medidas expansivas parecía haber empezado a desaparecer con la finalización de la última *quantitative easing* a finales de 2018. Sin embargo, el último coletazo de 2019 parece haber colocado de nuevo al BCE en posición de salida.

Este proceso de normalización de la política monetaria implicaría el dismantelamiento progresivo de todas las medidas llevadas a cabo, incluidas las nuevas operaciones de TLTRO-III y la finalización de las *quantitative easing*. Así, el BCE iría reduciendo el tamaño de su balance progresivamente y subiendo los tipos de interés de forma paralela a la evolución del crecimiento económico y del retorno de la inflación hasta cifras cercanas al 2%. De esta forma, con la reducción de los riesgos de deflación y una tangible recuperación económica, el papel del BCE irá retirándose hacia uno cada vez más limitado (Hernandez de Cos, 2019) (Castillo, 2018).

- **Revisión de los objetivos del BCE**

Como explicamos al principio del trabajo, el TFUE establece en su artículo 127 el objetivo principal del BCE referido a mantener la estabilidad de precios. Dicha estabilidad de precios fue fijada en el 2003 en un índice de inflación cercano pero inferior al 2%. Sin embargo, la falta de precisión de este objetivo y la incapacidad del gobierno de Draghi por dar con él de una manera sostenida en el tiempo ha hecho reflexionar al Comité Ejecutivo del BCE sobre una reformulación más efectiva del mismo (Tercero Lucas, 2019).

De esta manera, Christine Lagarde dio paso a su nuevo mandato realizando una revisión estratégica que repasaría el BCE desde la reformulación del objetivo de inflación fijado en 2003. Es posible que, a la vista del fracaso del pasado gobierno por llegar al objetivo de inflación, éste quede reformulado en uno más flexible y simétrico, como podría ser un concreto 2% (Doncel, 2020).

- **Descarbonización**

Otro de los principales retos que la Unión Europea tiene en su lista, y que requiere gran coordinación con el BCE, es el objetivo de descarbonización: lograr un crecimiento económico sostenible que respete el medio ambiente. En octubre de 2018 el Parlamento Europeo aprobó la elevación de los requisitos a cumplir en lo relativo a las emisiones de CO₂, poniendo como objetivo una reducción del 20% de estas emisiones para 2025 con respecto a 2021. Pero las expectativas no cesan aquí, de la misma manera la reducción de las emisiones debería situarse en un 40% menos en 2030, unos objetivos que superan en un 10% las previsiones de la comisión, de carácter más progresivo (Planelles, Sánchez, 2018).

Christine Lagarde tendrá que enfrentarse a políticas monetarias más “green”, que acompañen un crecimiento económico sostenible, aunque la mayor parte de esta tarea recae en las industrias y políticas económicas nacionales de la zona euro. De todas maneras, como presidenta del BCE, Lagarde tendrá un gran poder de discurso en esta área, con gran capacidad de influencia sobre los Estados de la UME.

Desde la toma de su cargo a finales de 2011 hasta su partida del BCE en octubre de 2019, Mario Draghi no ha dejado de demostrar su enorme capacidad para liderar la institución europea. Continuas bajadas en los tipos de interés, programas de financiación a bajo coste, compras de activos para el rescate de bancos y Estados de la zona euro... estas son algunas de las medidas que han protagonizado el carácter expansivo con el que el italiano ha combatido la pasada crisis económica. Sin embargo, una vez superada la crisis, la eurozona se vuelve a encontrar en un contexto de escaso crecimiento económico y baja inflación, con perspectivas que tampoco son positivas para los próximos años.

En este contexto, valorar el desempeño de Mario Draghi como presidente del BCE va más allá de analizar sus medidas y soluciones para la crisis económica, o el efecto que estas han tenido y la herencia en la que se han transformado. Para acercarnos a una valoración más completa, también hemos de tener en cuenta factores intrínsecos a la actividad de Mario Draghi respecto a sus capacidades y visión para la eurozona, contextualizar sus actuaciones y adaptar sus logros a lo que las diferentes situaciones afrontadas requerían.

Con todo esto, nos encontramos con que para dar respuesta a la cuestión de si ha sido Mario Draghi un buen presidente para el BCE no solo habría que valorar el grado en el que éste haya cumplido los objetivos requeridos, sino la manera en la que lo ha hecho.

3.3 Conclusión

Valorar cerca de nueve años de mandato no es una tarea sencilla, máxime cuando este periodo ha estado caracterizado por una de las crisis más complejas a las que ha tenido que hacer frente la eurozona. A este respecto, debemos tener en cuenta que la complejidad que ha asolado la situación económica de la zona euro también ha incrementado la dificultad de gobernabilidad del BCE, un hecho que ha convertido el triunfo sobre la crisis en un mérito innegable para Mario Draghi, como ejecutor de la política monetaria responsable de ese éxito.

Sin dejar de hacer referencia a las aptitudes y cualidades demostradas por el expresidente anteriormente comentadas, también hemos de tener en cuenta los retos que Draghi ha dejado en manos de la nueva líder del BCE. Si bien hablar de crisis económica pertenece al pasado, no podemos ignorar el contexto de baja inflación y pesimistas perspectivas de crecimiento económico con las que Mario Draghi se ha despedido de la eurozona. Así mismo, en relación a las críticas que rondan esta situación, el expresidente ya ha mostrado su punto de vista. Así, explicaba el italiano que

independientemente de las medidas adoptadas en materia monetaria, la prosperidad de la eurozona reside en la armonización del resto de políticas de los Estados integrantes, haciendo hincapié en el aspecto fiscal.

Con todo, podemos afirmar que Mario Draghi ha sabido hacerle frente a la crisis económica desplegando un sinfín de medidas e instrumentos para salvaguardar la zona euro. Al final, el famoso “*whatever it takes*” que Draghi pronunció en 2012 ha acabado convirtiendo a la eurozona en una más sólida, un hecho que incluso la canciller alemana remarcaba en la despedida del cargo de Mario Draghi “*El euro es ahora más fuerte*” (Merkel 2019).

Los retos que aguarda el futuro cada vez más globalizado e interdependiente serán de mayor complejidad y aún desconocidos. En este caso la superación de la crisis de 2008 es un ejemplo de cómo un buen líder puede rescatar de la más compleja situación a un territorio como lo es la eurozona. Es por todo ello que, a mi juicio, Mario Draghi y su gestión del BCE conforman un ejemplo a seguir para el futuro del proyecto europeo.

4 BIBLIOGRAFÍA

- Arce, Ó., Gimeno, R., & Mayordomo, S. (2017). Making room for the needy: The credit-reallocation effects of the ECB's Corporate QE. Banco de España. Recuperado el 4 de marzo 2020, de <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/17/Fich/dt1743e.pdf>
- Álvarez, I. (2016). ¿Quién es Mario Draghi?. *Forbes España* - Página 11. Recuperado el 7 de enero 2020, de <https://forbes.es/emprendedores/8364/quien-es-mario-draghi/11/>
- Banco Central Europeo. (2010). Monthly Bulletin June 2010, pp. 24-26. Recuperado el 3 de marzo 2020, de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201006en.pdf>
- Banco Central Europeo (2019). Comunicado preliminar: Consejo de Gobierno 24/01/2019.
- Banco Central Europeo (2019). Comunicado preliminar: Consejo de Gobierno 07/03/2019.
- Banco Central Europeo (2019). Comunicado preliminar: Consejo de Gobierno 12/09/2019.
- Banco Central Europeo (2019). Nota de prensa: Consejo de Gobierno 24/01/2019.
- Banco Central Europeo (2019). Nota de prensa: Consejo de Gobierno 07/03/2019.
- Banco Central Europeo (2019). Nota de prensa: Consejo de Gobierno 12/09/2019.
- Banco Central Europeo. (2018). *¿Qué es el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito?*. Recuperado el 16 de febrero 2020, de https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/marginal_lending_facility_rate.es.html
- Banco Central Europeo. (2019). ECB Statistical Data Warehouse. Recuperado el 29 de octubre 2019, de <http://sdw.ecb.europa.eu>
- Banco Central Europeo. (2019). Statistics. Recuperado el 29 de octubre 2019, de <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>
- Barclays Capital. (2012). *ECB SMP: Marking to market*. Recuperado el 27 de febrero 2020, de http://www.teinteresa.es/dinero/Informe-Barclays-Capital-compra-BCE_TINFIL20120109_0007.pdf
- Berges Lobera, Á., & Ontiveros Baeza, E. (2018). De La Unión Bancaria a la Unión de Mercado de capitales. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, (908), pp. 95-108.
- Brunet, F. (2010). Fundamentos de la Integración Económica. En *Curso de Integración Europea* (pp.27-38). Madrid: Alianza Editorial.
- Castillo, S. (14 de diciembre, 2018). BCE, El reto está por llegar. *El País*. Recuperado el 29 de octubre 2020 de https://elpais.com/economia/2018/12/14/actualidad/1544791061_916907.html

- Comisión Europea. (2017). Autumn 2017 Economic Forecast. Recuperado el 23 de febrero 2020, de https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/autumn-2017-economic-forecast_en
- Constâncio, V. (2012). Contagion and the European debt crisis. *Finance Stability Review*, (16), pp. 109-121. Banque de France.
- Cristina, P. (2011). Trichet pasa el relevo a Draghi en el BCE sin sofocar la crisis de deuda que amenaza al euro. Recuperado el 9 de enero, de <http://www.rtve.es/noticias/20111006/trichet-pasa-relevo-draghi-sin-sofocar-crisis-deuda-amenaza-euro/466455.shtml>
- De Juan, A (19 de enero, 2018). Los activos improductivos de la banca, diez años después. *El País*. Recuperado el 26 de octubre 2020, de https://elpais.com/economia/2018/01/18/actualidad/1516297612_022753.html
- Diario Oficial de la Unión Europea (2013). Reglamento (UE) N° 1024/2013 del Consejo.
- Doncel, L. (23 de enero, 2020). El BCE revisará a fondo su estrategia para lograr la estabilidad de precios. *El País*. Recuperado el 24 de febrero 2020, de https://elpais.com/economia/2020/01/23/actualidad/1579783299_167336.html
- Draghi, M. (2019). Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. Recuperado el 26 de marzo 2020, de <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- El Economista. (13 de septiembre, 2019). Los 'críticos' de Draghi y del QE II hacen mucho ruido, pero son muchos más los que apoyan los estímulos. *El Economista*. Recuperado el 14 de enero 2020, de <https://www.economista.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>
- El Expansión. (13 de septiembre, 2019). El BCE agrava la tasa que cobra a los bancos al -0,50% y reanuda la compra de deuda. *El Expansión*. Recuperado el 25 de enero 2020, de <https://www.expansion.com/mercados/2019/09/12/5d7a3052468aeb22748b46bb.html>
- El Mundo. (21 de diciembre, 2011). El BCE 'riega' a la banca con casi medio billón de euros a devolver en un 'cómodo' plazo de tres años. *El Mundo*. Recuperado el 13 de enero 2020, de <https://www.elmundo.es/elmundo/2011/12/21/economia/1324462446.html>
- El Mundo. (5 de julio, 2012). El BCE baja los tipos de interés al mínimo histórico del 0,75%. *El Mundo*. Recuperado el 12 de enero 2020, de <https://www.elmundo.es/elmundo/2012/07/05/economia/1341472352.html>
- El País. (24 de septiembre, 2013). Los depósitos de los bancos en el BCE caen al mínimo desde agosto de 2011. *El País*. Recuperado el 15 de enero 2020, de https://elpais.com/economia/2013/09/24/agencias/1380043083_728978.html
- Esteve, V. (14 de enero, 2012). ¿Cuál es la cuantía de la deuda pública de la zona del euro (y la distribución por países) que ha adquirido el BCE con el Programa del Mercado de Valores?. *Blog De Economía De La Aldea Global*. Recuperado el 26 de febrero, de <https://blogaldeaglobal.com/2012/01/14/cual-es-la-cuantia-de-la-deuda-publica-de-la-zona-del-euro-y-la-distribucion-por-paises-que-ha-adquirido-el-bce-con-el-programa-del-mercado-de-valores/>

- Euribor rates (2020). Tipo de interés del BCE. Recuperado el 13 de marzo 2020, de <https://www.euribor-rates.eu/es/tipo-de-interes-del-bce/>
- Europa Press. (4 de noviembre, 2019). *La banca pide al BCE 97.718 millones en la segunda subasta TLTRO-III. Europa Press.* Recuperado el 1 de febrero 2020, de <https://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-banca-pide-bce-97718-millones-segunda-subasta-tltro-iii-20191212125552.html>
- Fernández, R. (2019). Tasa de inflación en la Unión Europea y la Eurozona de 2014 a 2024. Recuperado el 12 de febrero 2020, de <https://es.statista.com/estadisticas/495607/tasa-de-inflacion-en-ue-y-eurozona/>
- García-Posada Gómez, M. (2019). El impacto de las TLTRO en las políticas de crédito bancario: el papel de la competencia. Banco de España. Recuperado el 23 de enero 2020, de <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/8461/1/be1902-art19.pdf>
- Hernández de Cos, P. (2018). La política Monetaria del Banco Central Europeo Durante la Crisis y los Retos del Futuro. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, ejemplar dedicado a: *El Futuro de la Unión Europea*, (903), pp.63-78.
- Igartua, M. (12 de septiembre, 2019). Draghi relanza el QE y avisa: la munición se agota, quien tenga margen fiscal que actúe. *El Confidencial*. Recuperado el 14 de enero 2020, de https://www.elconfidencial.com/economia/2019-09-12/bce-tipos-interes_2224663/
- Invertia. El Español. (19 de septiembre, 2019). *El BCE pincha en el estreno de su nueva ronda de financiación bancaria a largo plazo. Invertia. El Español.* Recuperado el 19 de enero 2020, de https://www.elespanol.com/invertia/empresas/banca/20190919/bce-pincha-estreno-nueva-ronda-financiacion-bancaria/430457654_0.html
- La Unión Europea. (2014). *Cómo Funciona la Unión Europea*. Recuperado el 24 de octubre 2020, de http://publications.europa.eu/resource/cellar/9a6a89dc-4ed7-4bb9-a9f7-53d7f1fb1dae.0021.02/DOC_1
- La Vanguardia. (24 de octubre, 2019). *Draghi se va del BCE sin subir los tipos ni una vez en ocho años. La Vanguardia.* Recuperado el 21 de febrero 2020, de <https://www.lavanguardia.com/economia/20191024/471169773422/bce-mario-draghi-tipos-deuda-euro-christine-lagarde.html>
- Libre Mercado. (6 de noviembre, 2014). *Los alemanes, contra Draghi: "Los ahorradores somos las víctimas una vez más". Libre Mercado.* Recuperado el 3 de marzo 2020, de <https://www.libremercado.com/2014-06-11/los-alemanes-contra-draghi-los-ahorradores-somos-las-victimas-una-vez-mas-1276521010/>
- Martínez, V. (13 de septiembre, 2019). La despedida de Draghi: amenaza al ahorrador y oxígeno para el hipotecado. *El Mundo*. Recuperado el 3 de marzo 2020, de <https://www.elmundo.es/economia/ahorro-y-consumo/2019/09/13/5d7a824b21efa0a9488b465b.html>
- Observatorio del Inversor. (2014). ¿Qué es el TLTRO?. Recuperado el 12 de enero 2020, de <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-el-tltro/>

- Ontiveros, E (23 de diciembre, 2018) Veinte años del Euro. *El País*. Recuperado el 29 de octubre 2019, de https://elpais.com/economia/2018/12/20/actualidad/1545322377_321559.html
- Pariente, R. (2017). Cuarta subasta de liquidez de la TLTRO-2: demanda por encima de lo estimado. Recuperado el 12 de enero 2020, de <https://www.bbva.com/es/cuarta-subasta-liquidez-la-tltro-2-demanda-lo-estimado/>
- Pariente, R. (2016). Tercera subasta de liquidez de la TLTRO-2: demanda de fondos superior a las dos anteriores. Recuperado el 12 de enero 2020, de <https://www.bbva.com/es/tercera-subasta-liquidez-la-tltro-2-demanda-fondos-superior-las-dos-anteriores/>
- Planelles, M. (4 de octubre, 2018). *El Parlamento europeo exige acelerar la descarbonización de los coches*. *El País*. Recuperado el 25 de febrero 2020, de https://elpais.com/sociedad/2018/10/03/actualidad/1538564269_588889.html
- Saballs, M. (2019). La Herencia de Mario Draghi. Recuperado el 25 de octubre 2020, de <http://gref.org/blog/la-herencia-de-mario-draghi-por-marti-saballs/>
- Sánchez, R. (3 de diciembre, 2015). Del manguerazo de Trichet, al bazuca de Draghi. *El Periódico*. Recuperado el 7 de enero 2020, de <https://www.elperiodico.com/es/economia/20151203/ocho-anos-politica-monetaria-manguerazo-trichet-bazuca-draghi-4721153>
- Sarmiento Ramírez-Escudero, D. (2015). La sentencia Gauwailer (C-62/14) del Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre el programa de compra de deuda pública del Banco Central Europeo. *Actualidad Jurídica (Uría Y Menéndez)*, (41), pp. 101-105.
- S. Jiménez, F. (7 de marzo, 2019). ¿Qué son las TLTRO-III, las subastas de liquidez del BCE para bancos, y por qué son el arma favorita de Draghi?. *El Economista*. Recuperado el 16 de enero 2020, de <https://www.economista.es/economia/noticias/9746388/03/19/-Que-son-las-TLTROIII-las-subastas-de-liquidez-del-BCE-para-bancos-y-por-que-son-el-arma-favorita-de-Draghi.html>
- Tercero Lucas, D. (31 de julio, 2019). El BCE y la revisión del objetivo de inflación. *Agenda Pública*. Recuperado el 4 de marzo 2020, de <http://agendapublica.elpais.com/el-bce-y-la-revision-del-objetivo-de-inflacion/>
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE)(2012). Diario Oficial de la Unión Europea, C 83/181.
- Tribunal de Justicia de la Unión Europea (2018) Comunicado de prensa nº 192/18. 11/12/2018.

5 ANEXOS

a) **Anexo 1: Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London (Draghi, 2019)**

I asked myself what sort of message I want to give to you; I wouldn't use the word "sell", but actually I think the best thing I could do, is to give you a candid assessment of how we view the euro situation from Frankfurt.

And the first thing that came to mind was something that people said many years ago and then stopped saying it: The euro is like a bumblebee. This is a mystery of nature because it shouldn't fly but instead it does. So the euro was a bumblebee that flew very well for several years. And now – and I think people ask "how come?" – probably there was something in the atmosphere, in the air, that made the bumblebee fly. Now something must have changed in the air, and we know what after the financial crisis. The bumblebee would have to graduate to a real bee. And that's what it's doing.

The first message I would like to send, is that the euro is much, much stronger, the euro area is much, much stronger than people acknowledge today. Not only if you look over the last 10 years but also if you look at it now, you see that as far as inflation, employment, productivity, the euro area has done either like or better than US or Japan.

Then the comparison becomes even more dramatic when we come to deficit and debt. The euro area has much lower deficit, much lower debt than these two countries. And also not less important, it has a balanced current account, no deficits, but it also has a degree of social cohesion that you wouldn't find either in the other two countries.

That is a very important ingredient for undertaking all the structural reforms that will actually graduate the bumblebee into a real bee.

The second point, the second message I would like to send today, is that progress has been extraordinary in the last six months. If you compare today the euro area member states with six months ago, you will see that the world is entirely different today, and for the better.

And this progress has taken different shapes. At national level, because of course, while I was saying, while I was glorifying the merits of the euro, you were thinking "but that's an average!", and "in fact countries diverge so much within the euro area, that averages are not representative any longer, when the variance is so big".

But I would say that over the last six months, this average, well the variances tend to decrease and countries tend to converge much more than they have done in many years - both at national level, in countries like Portugal, Ireland and countries that are not in the programme, like Spain and Italy.

The progress in undertaking deficit control, structural reforms has been remarkable. And they will have to continue to do so. But the pace has been set and all the signals that we get is that they don't relent, stop reforming themselves. It's a complex process because for many years, very little was done - I will come to this in a moment.

But a lot of progress has been done at supranational level. That's why I always say that the last summit was a real success. The last summit was a real success because for the first time in many years, all the leaders of the 27 countries of Europe, including UK etc., said that the only way out of this present crisis is to have more Europe, not less Europe.

A Europe that is founded on four building blocks: a fiscal union, a financial union, an economic union and a political union. These blocks, in two words - we can continue discussing this later - mean that much more of what is national sovereignty is going to be exercised at supranational level, that common fiscal rules will bind government actions on the fiscal side.

Then in the banking union or financial markets union, we will have one supervisor for the whole euro area. And to show that there is full determination to move ahead and these are not just empty words, the European Commission will present a proposal for the supervisor in early September. So in a month. And I think I can say that works are quite advanced in this direction.

So more Europe, but also the various firewalls have been given attention and now they are ready to work much better than in the past.

The second message is that there is more progress than it has been acknowledged.

But the third point I want to make is in a sense more political.

When people talk about the fragility of the euro and the increasing fragility of the euro, and perhaps the crisis of the euro, very often non-euro area member states or leaders, underestimate the amount of political capital that is being invested in the euro.

And so we view this, and I do not think we are unbiased observers, we think the euro is irreversible. And it's not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible.

But there is another message I want to tell you.

Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.

There are some short-term challenges, to say the least. The short-term challenges in our view relate mostly to the financial fragmentation that has taken place in the euro area. Investors retreated within their national boundaries. The interbank market is not functioning. It is only functioning very little within each country by the way, but it is certainly not functioning across countries.

And I think the key strategy point here is that if we want to get out of this crisis, we have to repair this financial fragmentation.

There are at least two dimensions to this. The interbank market is not functioning, because for any bank in the world the current liquidity regulations make - to lend to other banks or borrow from other banks - a money losing proposition. So the first reason is that regulation has to be recalibrated completely.

The second point is in a sense a collective action problem: because national supervisors, looking at the crisis, have asked their banks, the banks under their supervision, to withdraw their activities within national boundaries. And they ring fenced liquidity positions so liquidity can't flow, even across the same holding group because the financial sector supervisors are saying "no".

So even though each one of them may be right, collectively they have been wrong. And this situation will have to be overcome of course.

And then there is a risk aversion factor. Risk aversion has to do with counterparty risk. Now to the extent that I think my counterparty is going to default, I am not going to lend to this counterparty. But it can be because it is short of funding. And I think we took care of that with the two big LTROs where we injected half a trillion of net liquidity into the euro area banks. We took care of that.

Then you have the counterparty recess related to the perception that my counterparty can fail because of lack of capital. We can do little about that.

Then there's another dimension to this that has to do with the premia that are being charged on sovereign states borrowings. These premia have to do, as I said, with default, with liquidity, but they also have to do more and more with convertibility, with the risk of convertibility. Now to the extent that these premia do not have to do with factors inherent to my counterparty - they come into our mandate. They come within our remit.

To the extent that the size of these sovereign premia hampers the functioning of the monetary policy transmission channel, they come within our mandate.

So we have to cope with this financial fragmentation addressing these issues.

I think I will stop here; I think my assessment was candid and frank enough.

Thank you

b) Anexo 2: Nota de prensa sobre el Consejo de Gobierno del BCE del 12/09/2019 (Banco Central Europeo, 2019).

Decisiones de política monetaria

En su reunión de hoy, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado las siguientes decisiones de política monetaria:

1) El tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito se reducirá en 10 puntos básicos hasta situarse en el -0,50 %. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se mantendrán sin variación en sus niveles actuales del 0,00 % y el 0,25 % respectivamente. El Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en su horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

2) Se reanudarán las compras netas en el marco del programa de compra de activos del Consejo de Gobierno a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre. El Consejo de Gobierno espera que continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de

sus tipos oficiales y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

3) Se seguirá reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que el Consejo de Gobierno comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

4) Se modificarán las modalidades de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO III) para mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, asegurar la transmisión fluida de la política monetaria y respaldar adicionalmente la orientación acomodaticia de la política monetaria. El tipo de interés de cada operación se fijará ahora en el tipo medio de las operaciones principales de financiación del Eurosistema a lo largo del período de vigencia de la operación correspondiente. Para las entidades para las que la variación neta de sus préstamos computables supere un valor de referencia, el tipo de interés aplicado a las TLTRO III será inferior y podrá ser tan bajo como el tipo de interés medio de la facilidad de depósito durante el período de vigencia de la operación. El plazo de vencimiento de estas operaciones se ampliará de dos a tres años.

5) Con el fin de apoyar la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito, se introducirá un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, de acuerdo con el cual no se aplicará el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades.