



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

CRISIS ECONÓMICA: MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL
BCE Y SUS EFECTOS EN LA ECONOMÍA REAL

ECONOMIC CRISIS: ECB MONETARY POLICY MEASURES AND
ITS EFFECTS ON THE REAL ECONOMY

Autora

Clara Domper Huertas

Director

Jorge Bielsa Callau

Facultad de Economía y Empresa 2017/2018

Autora del trabajo: Clara Domper Huertas.

Director del trabajo: Jorge Bielsa Callau.

Título del trabajo: Crisis económica: Medidas de política monetaria del BCE y sus efectos en la economía real.

Titulación a la que está vinculado: Grado en Economía.

Resumen: La recesión en la que se sumieron, en mayor o menor medida, los países de la Zona Euro en el año 2008, ha generado importantes cambios en el modo en el que se realiza la política monetaria. En este trabajo describimos en detalle cuáles han sido esos cambios en el caso particular del BCE. Es por esto que, tras el estallido de la crisis, fue necesaria la creatividad monetaria, ya que debido a la ruptura de los canales de transmisión, la economía no reaccionaba a los impulsos monetarios tradicionales. Por otra parte, lejos de experimentar los mismos shocks, los países de la Zona Euro se han visto afectados de distinta manera ante la crisis. Por ello analizamos, a partir de una regla de Taylor, cómo las políticas monetarias necesarias difieren entre países de la Unión Monetaria, por lo que una política única no puede ser óptima para todos. Por último, ejemplificamos ese hecho con datos macroeconómicos de España y Alemania.

Abstract:

The recession in which the countries of the Eurozone plunged, to a greater or lesser way in 2008, has generated important changes in the way monetary policy is carried out. In this paper, we describe in detail what these changes have been in the particular case of ECB. This is why, after the outbreak of the crisis, monetary creativity was necessary, because due to the breakdown of transmission channels, the economy did not react to traditional monetary impulses. On the other hand, far from experiencing the same shocks, the Eurozone countries have been affected in different ways by the crisis. Therefore, we analyse on the basis of a Taylor rule, how the necessary monetary policies differ between countries of the Monetary Union, so that a single policy cannot be optimal for everyone. Finally, we exemplify this fact with macroeconomic data from Spain and Germany.

ÍNDICE

1. Introducción.....	4
2. Situación de la política monetaria antes de la crisis económica de 2007.....	6
2.1 Política monetaria convencional.....	6
2.2 Final de la etapa convencional.....	7
3. Crisis económica: medidas de política monetaria del BCE.....	10
3.1 Crisis financiera y de liquidez: 2007-2011.....	10
3.2 Crisis de deuda soberana y políticas no convencionales: 2011-2014.....	14
3.3 Política monetaria expansiva no convencional: 2014-2018.....	18
3.4 Visión general.....	21
4. Efectos en la economía real de las medidas llevadas a cabo por el BCE	24
4.1 Efectos en la economía real en la Zona Euro.....	24
4.2 Efectos diferenciados de políticas monetarias comunes.....	29
4.3 Comparativa de los efectos en dos países: España y Alemania.....	32
5. Conclusiones.....	37
6. Bibliografía.....	40

1. INTRODUCCIÓN.

La creación de la Unión Económica y Monetaria fue una idea surgida en 1988, con el objetivo de crear una Unión Europea con política monetaria y autoridad económica común, y libre movimiento de capitales. Así pues, el Banco Central Europeo nació con el Tratado de Ámsterdam de 1998, siendo en 1999 cuando se instauraba la moneda única, el euro, y cuando España pasaba a formar parte de él, perdiendo así las competencias en política monetaria.

Esta Unión Monetaria comprendía un gran número de países con diferentes características entre sí. Esto no supuso ningún problema durante La Gran Moderación. En este largo periodo de expansión, la política monetaria se consideraba el mejor instrumento de los Bancos Centrales para controlar la economía.

Sin embargo, el impacto en Europa de la crisis económica tuvo tal magnitud que fue necesaria la creación de nuevas medidas de política monetaria para conseguir reactivar la economía, ya que las anteriores no tenían cabida en un escenario totalmente nuevo y desconocido de tipos de interés cercanos a cero. Por ello, establecen Esteve y Prats (2011) que estas medidas no convencionales son una extensión de las anteriores adaptadas a un entorno distinto.

Por tanto, desde los Bancos Centrales de todo el mundo se instauraron medidas no convencionales de política monetaria que intentaban paliar los efectos que la Gran Recesión estaba ocasionando. Muchos de estos intentos fueron fallidos y no provocaron la respuesta esperada en la economía real. Además, tal y como argumentan Rodríguez et al. (2013), debido a que no todos los países necesitaban de las mismas medidas para conseguir salir de la recesión, la política monetaria única podía traer graves asimetrías económicas entre los distintos países.

A diferencia de otros Bancos Centrales como la Reserva Federal, la cautela con la que el BCE realizó las medidas de política monetaria expansiva durante los primeros años de la crisis no tiene otra razón de ser sino la de que los países a los que no les había

afectado tanto la crisis económica no se vieran perjudicados con presiones inflacionistas. Y es que según el Artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, el BCE tuvo un objetivo principal desde el inicio de su actividad: la estabilidad de precios, es decir, mantener un nivel de inflación cercano al 2%, ya que este es el objetivo que permite resguardarse de una gran inflación o deflación mientras que admite el crecimiento de la economía y del empleo.

Por ello, el miedo a estas tensiones sobre el índice general de precios provocó que el BCE se centrara más en este punto que en el objetivo de pleno empleo. Esto fue determinante para que ciertos países periféricos, entre los que se encuentra España, sufrieran de una manera más grave las consecuencias de la crisis económica.

Es por esto que este trabajo se centra en analizar dos puntos. En primer lugar, las medidas llevadas a cabo tanto en la crisis económica como en su periodo inmediatamente anterior, para ver los distintos instrumentos que se aplicaron a la hora de realizar política monetaria. El segundo punto en el que nos hemos querido centrar en este trabajo es en el análisis de los efectos que esas medidas tuvieron sobre la economía real de la Zona Euro, particularizando para dos países que han sufrido la crisis económica de una forma muy distinta: España y Alemania.

Por ello, este trabajo comienza en el segundo epígrafe haciendo una revisión de las medidas que se llevaban a cabo en el periodo anterior a la crisis para posteriormente explicar por qué estas medidas dejaron de ser efectivas, haciendo necesaria la creación de nuevas medidas de política monetaria para conseguir reactivar la economía. Este segundo tipo de medidas son las que explicamos en el tercer epígrafe de forma cronológica, desde 2007 hasta la actualidad, 2018.

Con todo ello, pasamos al cuarto epígrafe donde realizamos un análisis descriptivo de los efectos que estas medidas, tanto convencionales como no convencionales, tuvieron sobre la economía real de la Zona Euro. Posteriormente, y basándonos en un marco teórico, podremos ver que estos efectos han sido diferentes dentro de los países de la Zona Euro, por lo que se analiza el caso concreto de los efectos en España y Alemania, para poder entender por qué, si las medidas han sido las mismas, nuestro país ha sufrido la crisis económica con una mayor intensidad.

2. SITUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ANTES DE LA CRISIS ECONÓMICA DE 2007.

En el periodo previo a la Gran Recesión, la política monetaria se componía de unos instrumentos que se habían venido utilizando desde el inicio de la actividad del Banco Central Europeo (de ahora en adelante, BCE), denominados instrumentos de política monetaria convencional. Tras el estallido de la crisis económica de 2007, la aplicación de estos instrumentos dejó de ser efectiva en un entorno de tipos de interés cercanos a cero, por lo que se buscaron nuevas medidas no convencionales que consiguieran estimular la economía de la Zona Euro. Pasamos a describir brevemente los fundamentos de ambos regímenes.

2.1 POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONAL.

La política monetaria convencional es aquella que se ha llevado a cabo desde la creación del BCE hasta el inicio de la crisis económica de 2007. Recibe este nombre porque recoge los instrumentos convencionales usados en la Eurozona durante el periodo de la Gran Moderación, cuando se observaba que la política de control de los tipos de intervención tenía tracción sobre la economía y se creía que podía paliar cualquier situación crítica que surgiera. Estos instrumentos utilizaban el tipo de interés a corto plazo como variable operativa para conseguir el objetivo de estabilidad de precios marcado por el BCE (Ver Anexo I: Operaciones de política monetaria convencional).

De esta forma, el BCE controlaba indirectamente los tipos de interés para que se mantuvieran en torno a unas bandas¹, consiguiendo su objetivo de política monetaria. En efecto, es a través de este control de tipos de interés como el BCE consigue afectar a la economía real, mediante el mecanismo de transmisión del canal de tipos de interés. Tal y como dicen Calvo Bernardino y Parejo Alcázar (2007), este proceso se desarrolla de la siguiente manera: al modificar el tipo de interés, cambian las condiciones de

¹ Estableciendo un tipo mínimo mediante las operaciones principales de financiación y unas bandas a través de las facilidades marginales tanto de crédito como de depósito.

financiación de los bancos comerciales, de forma que se abaratará o encarecerá esa financiación en función de si hemos subido o bajado los tipos. Posteriormente, como esto afecta a los costes de obtener crédito de los clientes de las entidades bancarias, hay un cambio en la demanda agregada, ya que se han modificado tanto el consumo como la inversión, provocando también un cambio en los precios.

En particular, esto es lo que vino realizando el BCE desde sus inicios a finales de los 90 hasta el inicio de la crisis financiera. De esta forma, los tipos de interés se subían o bajaban, tanto de las operaciones principales de financiación como de las facilidades marginales, para realizar así una política monetaria contractiva o expansiva, en función de la situación económica. En los últimos años de política monetaria convencional (2005-2008), previos a la crisis financiera, tal y como apunta Garmendia Ibáñez (2009), nos encontramos con unos años de bonanza económica en los que fue necesario elevar los tipos de interés para contener un poco la economía, debido a las presiones inflacionistas que amenazaban el cumplimiento del objetivo de estabilidad del BCE.

Sin embargo, a lo largo de los primeros años de este siglo, los bajos tipos de interés habían provocado un gran aumento del crédito², que unido a la desregulación bancaria de esos años, ya habían formado la burbuja financiera en varios países por lo que la crisis era ya inevitable. Fue en 2008 cuando quebró el banco estadounidense Lehman Brothers y, debido a la falta de liquidez de los bancos y a la pérdida de confianza entre los agentes³, comenzó la Gran Recesión. Es en ese preciso momento cuando, especialmente en EEUU, comienzan a realizarse las políticas monetarias no convencionales que describimos a continuación.

2.2 FINAL DE LA ETAPA CONVENCIONAL.

En los años precedentes a la crisis, los tipos de interés bajaron, en parte, a causa del exceso de ahorro que había en la economía global, cosa que incentivó la demanda agregada. En especial, se incentivó la demanda de vivienda, como hemos explicado

² Sobretudo para la demanda de vivienda, en esos años en pleno auge debido al crédito fácil y a los bajos precios de los inmuebles.

³ La gran concesión de créditos provocó un aumento de la morosidad, lo que ocasionó el colapso de los bancos ya que no tenían liquidez suficiente para hacer frente a las operaciones bancarias.

anteriormente, lo que provocó que comenzaran a concederse créditos a todo aquel que los pedía, y que se formaran de esta manera las hipotecas subprime⁴, fueran o no reconocidas como tales en un principio. En 2006, los préstamos hipotecarios estaban en pleno auge, con un mecanismo en el que se titulizaban y pasaban a formar bonos que eran adquiridos por las entidades crediticias y con los que dichas entidades podían seguir creando dinero a través del crédito (Garmendia Ibáñez, 2009). Conforme aumentaban los créditos y con ellos la demanda de vivienda, aumentaba el precio de éstas, por lo que se estaba formando una burbuja inmobiliario-financiera muy difícil de controlar.

Esta situación, marcada por los créditos baratos y la desregulación financiera, provocó el endeudamiento masivo no solo de familias, sino de empresas y bancos, que habían pedido también créditos. Al ser los bancos los principales proveedores de esos créditos, cuando explotó la burbuja se dieron cuenta de que no podían hacer frente a toda la demanda de liquidez de sus clientes, ya que habían prestado dinero a agentes con un alto riesgo de morosidad. Además, como ya hemos señalado, los bancos también se habían endeudado, por lo que existían también grandes problemas de solvencia en las propias entidades bancarias.

Ante esta situación, el gobierno de EEUU creyó conveniente subir los tipos de interés para intentar contener la escalada, es decir, para que dejaran de concederse créditos basura que iban a formar una gran crisis económica. Sin embargo, esto sirvió de poco ya que el único efecto fue que al subir los tipos de interés aumentó la morosidad. Entonces, en 2008, ocurrió lo inevitable: quebró Lehman Brothers y, tal y como establecen Esteve y Prats (2011), los bancos dejaron de confiar unos en otros y en sus clientes, deteniendo así la concesión de créditos ya que no podían hacer frente ni a su propio endeudamiento. La incertidumbre en los mercados era ya un problema extendido a la economía mundial y los tipos de interés de intervención dejaron de actuar sobre la economía real, provocando la pérdida de efectividad de la política monetaria.

En efecto, como pudieron comprobar, no solo en el BCE sino en otros grandes Bancos Centrales como la Reserva Federal, los instrumentos de política monetaria convencional dejaron de tener validez en el momento en el que se rompió el canal de

⁴ Formadas por activos de baja calidad que estaban calificados como activos de alta calidad.

transmisión de los tipos de interés. Hernando et al. (2012) argumentan que la situación en la que los tipos de interés de mercado se “atascan” en niveles muy bajos se denomina *trampa de liquidez*. Lo que provoca esta situación es que los agentes económicos prefieran tener su dinero en efectivo en vez de invertir en otros activos financieros, ya que los tipos de interés son tan bajos que no se consigue apenas rentabilidad. Por tanto, los estímulos realizados mediante los tipos de interés de intervención no llegan a la demanda de la economía por lo que no se traducen en estímulos en la economía real ya que no consiguen incentivar la demanda de consumo y de inversión. La situación de la economía europea también se ha llegado a aproximar a esta trampa de liquidez, especialmente a finales del año 2014. Por ello, las autoridades han tenido que actuar a través de la expansión de su balance para conseguir paliar la situación e incentivar la demanda agregada.

3. CRISIS ECONÓMICA: MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE.

La incertidumbre generada en los mercados como consecuencia de la crisis financiera provocó una situación de inestabilidad en toda Europa, debido a la gran interconexión de las entidades de crédito con EEUU, que propiciaron la expansión de esa burbuja financiera.

A continuación, veremos cronológicamente las medidas que se han aplicado desde el BCE para paliar estos efectos de la crisis. Estas medidas han sido convencionales en muchos momentos, pero a partir de 2009 también ha sido necesaria la creación de nuevas medidas no convencionales para conseguir bajar los tipos de interés e incentivar así la economía.

Estas medidas no convencionales se pueden clasificar en dos grupos: la expansión cuantitativa, que incluye todos aquellos programas de compra de activos del BCE; y el forward guidance que consiste, como veremos, en la modificación de las expectativas de los agentes. Ambas medidas tienen como objetivo actuar indirectamente sobre los tipos de interés de mercado para conseguir incentivar el consumo y la inversión. A continuación las veremos con más detalle.

3.1 CRISIS FINANCIERA Y DE LIQUIDEZ: 2007-2011.

Fue en 2007 cuando las autoridades monetarias mundiales empezaron a darse cuenta de que algo no marchaba bien, comenzaba a haber inestabilidad y una gran falta de confianza entre los agentes. El 9 de agosto de 2007, se produjeron las primeras señales de crisis económica, por lo que se comenzaron a aplicar medidas para paliar los efectos que la crisis financiera iba a traer consigo. Tal y como dice el BCE (2007a), en un primer momento, la respuesta fue la de inyectar liquidez en las entidades de crédito para que pudieran seguir prestando y se redujeran esas fluctuaciones en la economía, ya que los bancos eran más reacios a prestar dinero. Por ello, los agentes no podían hacer

frente a los pagos, los cuales eran cada vez más caros debido al aumento del precio de la vivienda. Esta inyección de liquidez fue por un importe de 95 mil millones de euros y supuso la operación de ajuste más grande realizada hasta entonces.

En 2007, Se llevaron a cabo diversas OPF y OFPML (tres y seis meses) por un importe de 50 mil millones de euros a comienzos de año. También se realizaron a partir de agosto otras dos OFPML. Por último, se realizaron dos líneas swap temporales en dólares estadounidenses durante el mes de diciembre, para cubrir las necesidades de financiación de dólares, y así mejorar la financiación a escala mundial, aunque no mejoraran las necesidades de financiación en euros (BCE, 2007b).

Posteriormente, las medidas llevadas a cabo en 2008 se siguieron centrandó en frenar las turbulencias financieras de la economía europea, sobretodo garantizando el acceso a la liquidez, con el programa de “Medidas de Apoyo Reforzado al Crédito” (Esteve y Prats, 2011). Por ello, siguiendo a BCE (2008a), se realizaron en la primera parte del año, de enero a septiembre, medidas tales como el aumento de la provisión de liquidez debido a la necesidad del cumplimiento de las exigencias de reserva.

Otras de las medidas de este periodo fue el de las líneas de swap en divisas en marzo por un importe de 50 mil millones de dólares, igual que la realizada el año anterior, para asegurar las necesidades de financiación en dólares. También se llevaron a cabo dos OFPML a tres y seis meses para seguir aumentando la liquidez del sector bancario. Además, se realizaron diversas modificaciones de los tipos de interés oficiales, incrementándolos en julio hasta el 4,25%, situándose las facilidades permanentes de crédito en un 5,25% y las de depósito en un 3,25%, ya que la banda de fluctuación se situaba en 200 puntos básicos (BCE, 2008b).

Fue en septiembre de 2008 cuando quiebra el banco estadounidense Lehman Brothers. Así, en octubre el BCE decide establecer la subasta de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena y ampliar la lista de los activos de garantía, mostrando que, como se argumenta en Banco de España (2008), el BCE estaba dispuesto a dar tanta liquidez como fuera necesario para evitar agravar la situación. Además, se realizó una línea de swap como las realizadas anteriormente, pero esta vez en francos suizos en vez de en dólares estadounidenses.

Como consecuencia, los tipos de interés se bajaron en diciembre hasta el 2,5%, situando las facilidades de crédito en un 3% y las facilidades de depósito en un 2%, ya que la banda de fluctuación se había reducido hasta los 100 puntos básicos para seguir aumentando la liquidez, al hacer más barata la financiación de las entidades financieras. Las medidas llevadas a cabo en 2009, como se afirma en BCE (2009a), se siguieron centrando en proporcionar liquidez al sistema financiero, siempre y cuando se presentaran los activos de garantía adecuados. Es en este año cuando se comienzan a aplicar medidas no convencionales. Antes de eso, se realizaron primero sucesivas bajadas de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación para frenar las tensiones inflacionistas: La última bajada fue en mayo, se bajaron los tipos de interés de las OPF al 1% y se modificaron también las bandas de fluctuación pasando a 150 puntos básicos. Por tanto, el tipo de interés de las facilidades permanentes de crédito pasó a ser de un 1,75% y el de las facilidades permanentes de depósito de un 0,25% (BCE, 2009b).

Así, en mayo de 2009, tal y como dicen Esteve y Prats (2011), se aplica la primera medida de corte no convencional. Este es el Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (CBPP) por 60 mil millones de euros, llevado a cabo entre julio de 2009 y junio de 2010. Este programa es una de las medidas de expansión cuantitativa creada por el BCE para apoyar el crédito mediante la compra de deuda pública. De esta forma, al conseguir bajar los tipos de interés, los préstamos se abaratan y la gente empieza a consumir e invertir. Además, se amplió el plazo de las OFPML a un año, constituyendo las operaciones de financiación a plazo especial. También se llevaron a cabo doce operaciones de ajuste de absorción de liquidez para que las entidades solventes dejaran de tener necesidades de liquidez. Para agravar más la situación, a finales de este año se empiezan a atisbar las primeras señales de crisis de deuda soberana, con desequilibrios muy preocupantes en las cuentas públicas de los países de la periferia, en especial de Grecia (Banco de España, 2009).

En el año 2010, se siguieron realizando ya con más intensidad medidas no convencionales de expansión cuantitativa, como el Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (CBPP) o el Programa para los Mercados de Valores (SMP). Por su parte, según BCE (2010), se decidieron mantener los tipos de interés en el 1% para las OPF,

en el 0,25% para las facilidades permanentes de depósito y en el 1,75% para las facilidades permanentes de crédito.

Sin embargo, las crecientes preocupaciones sobre la crisis de deuda soberana en Grecia desde otoño de 2009 provocaron que el coste de financiación del país incrementara muchísimo en el año 2010 y que el país no pudiera financiarse para conseguir cubrir esa deuda. Esto provocó que se solicitara ayuda financiera desde este país y que el BCE tuviera que realizar medidas extraordinarias para que esta crisis de deuda soberana no se extendiera a otros países de la Zona Euro (Miranda y Salgado, 2011).

Es por esto que en mayo de 2010 se volvió a llevar a cabo el SMP (Programa para los Mercados de Valores), el cual consistía en una inyección de liquidez en el sistema, la cual era absorbida mediante la captación semanal de depósitos a plazo fijo del sector bancario. Se trataba de una expansión cuantitativa que quería garantizar la transmisión de la política monetaria así como el buen funcionamiento de determinados mercados de valores, para conseguir evitar el contagio de la economía helena a otras economías europeas (Banco de España, 2010). Fue en junio de 2010 cuando se creó un sistema de ayuda financiera, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEDE), conformado por fondos procedentes tanto de la UE como del FMI, y que tuvo que ser activado posteriormente para otros países como Irlanda o Portugal.

En resumen, la crisis fue una crisis financiera y de liquidez en este primer periodo, ya que el mayor problema era la solvencia de los bancos y las necesidades de liquidez que estos tenían. En esta fase, se aplicaron primero medidas de corte convencional y no fue hasta 2009 cuando empezaron a aplicarse nuevos instrumentos de política monetaria. Sin embargo, estas medidas fueron de poca intensidad y no consiguieron el efecto que se esperaba sobre la economía real, por lo que la crisis financiera pasó a ser una crisis de deuda soberana, con graves problemas en las cuentas públicas de determinados países periféricos.

3.2 CRISIS DE DEUDA SOBERANA Y POLÍTICAS NO CONVENCIONALES: 2011-2014.

En el año 2011, los esfuerzos estuvieron centrados nuevamente en hacer frente a las tensiones de algunos mercados financieros y de las economías con graves problemas de deuda soberana, además de en reinstaurar el mecanismo de transmisión de la política monetaria (Praet et al, 2014). Esto se realizó mediante operaciones convencionales (OPF, OFPML, operaciones de ajuste...) y no convencionales (CBPP2 y SMP).

Además, se produjo el relevo de presidente en el BCE, pasando el mando de Jean-Claude Trichet (1 de noviembre de 2003 a 31 de octubre de 2011) a Mario Draghi (1 enero 2011-Actualidad), lo cual supuso un cambio importante en la estrategia de política monetaria.

Respecto a los tipos de interés de intervención, tal y como afirma el BCE (2011b), hay una subida en abril de 25 puntos básicos, aunque posteriormente se vuelven a bajar en diciembre hasta los niveles anteriores a esta subida. Por tanto, vuelven a ser de un 1% para las OPF, de un 1,75% para las facilidades de crédito y de un 0,25% para las facilidades de depósito. Además, se siguió inyectando liquidez con las subastas a 6 meses en agosto y en octubre con dos subastas a 12 meses. Estos cambios lo que intentaron fue paliar las tensiones de los mercados en un año con bajas expectativas económicas.

La crisis de deuda soberana se intensificó tras el verano de 2011, ya que tras la reestructuración de la deuda griega, comenzaron a generarse mayores tensiones en los mercados. Cada vez era más difícil para los bancos financiarse debido a la creciente preocupación de inversores por la crisis de deuda soberana de Grecia, Portugal o Irlanda. Esto terminó contagiándose a bancos italianos y españoles, cuyos activos bancarios se iban deteriorando por la falta de financiación. Tal y como dicen Miranda y Salgado (2011), se estaba extendiendo la crisis de deuda soberana a los países periféricos.

La actuación del BCE ante esta crisis de deuda soberana consistió, en primer lugar, en realizar en octubre el segundo Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (CBPP2) por un importe de 40 mil millones de euros. Además, se reinstauró el Programa para el Mercado de Valores (SMP) en diciembre por un importe de 218 mil millones de euros. Estas medidas de expansión cuantitativa se llevaron a cabo para animar a las entidades a realizar más operaciones con sus clientes, con el objetivo de que el dinero fluyera en la economía (BCE, 2011a).

El 8 de diciembre se decidió disminuir el coeficiente de reservas mínimas de un 2% a un 1% para apoyar el crédito bancario y la liquidez, ya que si las entidades tenían que mantener menos cantidad del dinero disponible en reservas, podían conceder más créditos y esto generaría que se reactivara el proceso de creación de dinero de los bancos (Banco de España, 2011), más conocido como PEMAB (Proceso de Expansión Múltiple de los Activos Bancarios). También se amplió la lista de activos de garantía admitidos con el mismo objetivo, conseguir reactivar la economía.

Pese a estas medidas, la caída en la confianza de los agentes provocó el aumento de las primas de riesgo y la continuación de las crisis de deuda soberana. Esto condicionó mucho la evolución económica durante el año 2012, tal y como argumentan en Banco de España (2012). Por tanto, esto unido a los problemas del sector bancario, provocó la disminución del crecimiento económico durante ese mismo año, como veremos en detalle en el punto siguiente.

Uno de los principales problemas, tal y como establecen Esteve y Prats (2013), fue el creciente deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria que estaban empezando a poner en peligro la moneda única, debido a los problemas de confianza entre agentes y mercados financieros. Esto provocó que los recortes de los tipos de interés no se hicieran efectivos en la economía real. Para ello, se realizaron durante este año nuevas medidas de política monetaria no convencional.

En primer lugar, como establece BCE (2012b), en marzo se realizó una OFPML a tres años, por un importe de 529,5 mil millones de euros. Las OPF tuvieron una menor importancia durante este año debido al exceso de liquidez que había en la economía. Estas operaciones se realizaron mediante subasta estándar a tipo de interés fijo.

Los tipos de interés se redujeron en julio de 2012 en 25 puntos básicos, quedando las operaciones principales de financiación con un tipo de interés del 0,75%, las facilidades permanentes de crédito en un 1,5% y las facilidades permanentes de depósito en un 0%. Debido al tipo de interés del 0% de las facilidades de depósito, se produjo un incremento en el exceso de reservas ya que a las empresas les era indiferente depositar o no en el BCE sus excesos de liquidez a un día.

En este año concluyeron el SMP y el CBPP2 que se habían iniciado en 2011, y el BCE creó otra medida no convencional de política monetaria, las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT), por un importe de 219,5 mil millones de euros, cuyo objetivo era garantizar la correcta transmisión de la política monetaria mediante adquisiciones en los mercados secundarios de deuda (BCE, 2012a). Se consiguieron reducir tensiones y la incertidumbre que asolaba los mercados financieros.

Sin embargo, la crisis financiera en la zona euro necesitaba medidas que la erradicaran finalmente para conseguir la sostenibilidad de la moneda única. Para ello, el presidente Dragui hizo su famoso anuncio del “*whatever it takes*”, en el que establecía que se iba a hacer todo lo necesario para salvar al euro. Como veremos con detalle en el apartado 4, este anuncio consiguió modificar el comportamiento de los inversores y se consiguió reducir la prima de riesgo de los países de la Eurozona, en especial de los periféricos.

En el año 2013 entramos en un periodo con mejores expectativas económicas, que así se tradujeron en el claro tono expansivo de las medidas llevadas a cabo por el Banco Central Europeo (BCE, 2013a). Con el reembolso en enero de 2013 de los fondos procedentes de las OFPML a tres años realizadas en 2011 y 2012, se pusieron de manifiesto unas mejoras en las condiciones del sector bancario que precedían a la disminución de las turbulencias en los mercados financieros y en la economía (Banco de España, 2013). Además, para asegurar la provisión de liquidez en el sistema financiero, el BCE anunció que seguiría haciendo este tipo de operaciones de subasta de liquidez con adjudicación plena y a tipo de interés fijo, al menos hasta el 7 de julio de 2015.

En primer lugar, siguiendo lo argumentado por el BCE (2013b), para favorecer

la recuperación económica se modificaron los tipos de interés en mayo de 2013, bajando la banda de fluctuación de 150 a 100 puntos básicos, y recortando los tipos de interés en 25 puntos básicos, de forma que quedaron de la siguiente manera: los tipos de interés de las OPF en el 0,5%, los de las facilidades de crédito en un 1% y los de las facilidades de depósito en el 0%. Posteriormente, en noviembre, la banda de fluctuación paso a ser de 75 puntos básicos. Los tipos de las OPF se volvieron a reducir 25 puntos básicos, quedando en el 0,25%, los de las facilidades de crédito quedaron en el 0,75% y los de las facilidades de depósito en el 0%⁵. Cada vez estaban los tipos de interés de intervención más cercanos a cero.

En julio de ese año se llevó a cabo el otro tipo de programa de medidas no convencionales, el forward guidance. Este programa consiste en el anuncio del camino que va a seguir la política monetaria, con el objetivo de influir en las expectativas de los agentes y lograr así influir en los tipos de interés a largo plazo, que tal y como establecen Esteve y Prats (2013), son los realmente relevantes para las decisiones de inversión y de consumo de los agentes. Por tanto, el 4 de julio de 2013, el BCE anunció que se esperaba que los tipos de interés se mantuvieran en los niveles del momento o un poco por debajo, durante un periodo de tiempo largo. Este anuncio se ratificó en los meses posteriores con las rebajas de los tipos de interés y provocó la disminución de la incertidumbre en los mercados.

Gracias a estas medidas, se produjo un alivio de las tensiones en los mercados financieros y una mejora en las condiciones de financiación de determinados países, aunque la situación económica y sus perspectivas futuras seguían siendo todavía muy preocupantes. Durante el año 2014, aumentó la divergencia entre las economías avanzadas y se hizo notable la dificultad de salir de esta recesión en los países periféricos.

La débil recuperación de la economía y la necesidad de estimular la inflación llevan al BCE en 2014 a instaurar un nuevo paquete de medidas de expansión de la oferta monetaria, centrado en varios pilares (BCE, 2014). Por una parte, acorde con la política de forward guidance, se produce la reducción de los tipos de interés oficiales

⁵ La banda de fluctuación es asimétrica: los tipos de interés de las facilidades de crédito están 50 puntos básicos por encima de los tipos de las OPF, mientras que los de las facilidades de depósito están 25 puntos básicos por debajo.

hasta situarlos en su límite inferior efectivo⁶. Los tipos fueron recortados en 20 puntos básicos, alcanzando el tipo de interés de las facilidades de depósito mínimos históricos, hasta el 0,05% e incluso el -0,20%, mientras que el tipo de interés de la facilidad de crédito se redujo hasta el 0,30%.

Por otra parte, en junio de 2014 se realizó un programa de OFPML con objetivo específico. También se llevó a cabo un nuevo programa de expansión cuantitativa en el mercado privado, el Programa de Compra de Bonos de Titulización de Activos (APP), el tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (CBPP3), todo ello para conseguir reactivar el canal del crédito a través de la concesión de liquidez, de forma que se anime la transmisión de la política monetaria.

Por tanto, el recorrido a la baja de los tipos de interés ya se había agotado en 2014. Por su parte, las políticas monetarias no convencionales, con varios años de retraso respecto a EE UU, estaban ya a pleno rendimiento a finales de este año. Lentamente y con retraso, se habían replicado más o menos las políticas monetarias llevadas a cabo en el otro lado del Atlántico. Veamos como esas políticas se desarrollan desde entonces hasta la actualidad.

3.3 POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA NO CONVENCIONAL 2014- 2018.

Debido a la crisis de deuda soberana, que había provocado una segunda recesión en los países periféricos, y a la trampa de liquidez que amenazaba la economía europea, se inició a mediados de 2014 una nueva fase de política monetaria en el BCE, centrada en la composición y el tamaño de su balance (Banco de España, 2014).

En 2015, tal y como dice Banco de España (2015), se presenta un año con unas perspectivas de inflación muy bajas e incluso negativas. La aplicación de las medidas de política monetaria en el periodo anterior, tales como las OFPML con objetivo

⁶ Effective Lower Bound-ELB: tipo de interés en el cual las empresas y agentes económicos deciden no depositar el dinero en las entidades financieras, sino mantenerlo en dinero en efectivo, debido a que los tipos son muy bajos para obtener rentabilidad de su depósito (Banco de España, 2014).

específico, los programas APP y CBPP3, y la política del forward guidance, habían conseguido reducir los costes de financiación del sector privado. Sin embargo, esto no era suficiente para conseguir que la inflación volviera a su nivel de objetivo del 2%, por lo que comenzaron a intensificar las medidas en la oferta monetaria.

Gracias a operaciones como las OFPML, se hicieron más asequibles los créditos a las familias y esto provocó el aumento de la demanda interna y de la demanda de crédito, generando un aumento de la confianza entre los agentes. Esto se vio reflejado en la reactivación económica de la primera parte del año, la cual se vio truncada a partir de junio debido al repunte de las tensiones en los mercados financieros (Banco de España, 2015).

La gran preocupación por la economía mundial contribuyó también a la baja de las previsiones de la actividad económica y de la inflación, que se vio muy afectada por la bajada de los precios de la energía (BCE, 2015). Debido a esto, el BCE decidió en diciembre de 2015 realizar una serie de medidas para conseguir reducir los riesgos de una inflación muy baja. En primer lugar, se reducen en 10 puntos básicos los tipos de interés de las facilidades de depósito, quedando en un -0,30%. Los tipos de las OPF y de las facilidades de crédito se mantienen en el 0,05% y el 0,30%, respectivamente.

Por otro lado, se decide ampliar el programa de compras de activos (APP) por 60 mil millones de euros, el cual hemos nombrado anteriormente, hasta marzo de 2017. Otra de las medidas fue seguir llevando a cabo OPF y OFPML a tres meses mediante subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Las medidas aplicadas durante estos últimos dos años contribuyeron a incrementar los efectos expansivos de la política monetaria, relajando las condiciones de financiación y aumentando el crédito en la economía (Árce y Del Río, 2018), lo cual ha provocado que estos efectos en política monetaria vayan llegando a la economía real. La economía europea empieza a salir de esa recesión en la que lleva inmersa más de ocho años.

En 2016, aunque la UE ya está en la senda hacia la recuperación, continúan los riesgos debido a las bajas expectativas de inflación, con un crecimiento más débil

incluso que el esperado. Esto, unido a la incertidumbre y volatilidades de los mercados financieros, además de los riesgos geopolíticos, provocó que el BCE tuviera que seguir aplicando medidas para conseguir estimular la inflación (BCE, 2016).

En enero de 2016, se lleva a cabo una política de forward guidance, que establecía que los tipos de interés oficiales se iban a mantener en los niveles actuales o incluso inferiores durante un largo periodo de tiempo. Esto no provocó el efecto deseado en la inflación, sino que se continuaron revisando a la baja sus expectativas, entonces el BCE decidió actuar en marzo de 2016 con medidas para no poner en riesgo su objetivo principal, la estabilidad de precios.

La primera de las medidas consistió en rebajar los tipos de interés de las facilidades de depósito en 10 puntos básicos en marzo, alcanzando el -0,40%. Los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de las facilidades de crédito se recortaron en 5 puntos básicos, llegando a alcanzar el 0% y el 0,25%, respectivamente. El hecho de que el tipo de las facilidades de depósito fuera negativo consiguió incrementar la concesión de préstamos y relajar las condiciones crediticias. Se continuó en junio con la política del forward guidance anterior, anunciando que los tipos de interés se iban a mantener o reducir en los próximos periodos.

Después de un largo periodo con política monetaria acomodaticia, aquella política monetaria expansiva que intenta controlar los efectos negativos de la política fiscal, la recuperación sigue siendo muy moderada en la Zona Euro.

Tal y como dice BCE (2017), las expectativas de la inflación en 2017 seguían siendo muy débiles y ello daba cuenta del estímulo monetario necesario en la economía, por lo que se exigió el mantenimiento de los tipos de interés en sus niveles, además del anuncio de la compra de activos mediante la política del forward guidance. Por ello, se anunció el mantenimiento de los tipos de interés durante un tiempo prolongado. También se anunció que se continuarían realizando compras de activos a un ritmo mensual de 30 mil millones de euros hasta septiembre de 2018.

Todas estas medidas provocaron que las condiciones de financiación fueran cada vez más favorables, y que actualmente todos esos estímulos crediticios lleguen a la

economía real a través del canal del crédito. La economía de la Zona Euro continúa en 2018 con una trayectoria de recuperación que se va afianzando en los últimos periodos. Sin embargo, las malas perspectivas de la inflación hacen necesario que se siga manteniendo un tono acomodaticio en la política monetaria (Arce y Del Río, 2018).

3.4 VISIÓN GENERAL.

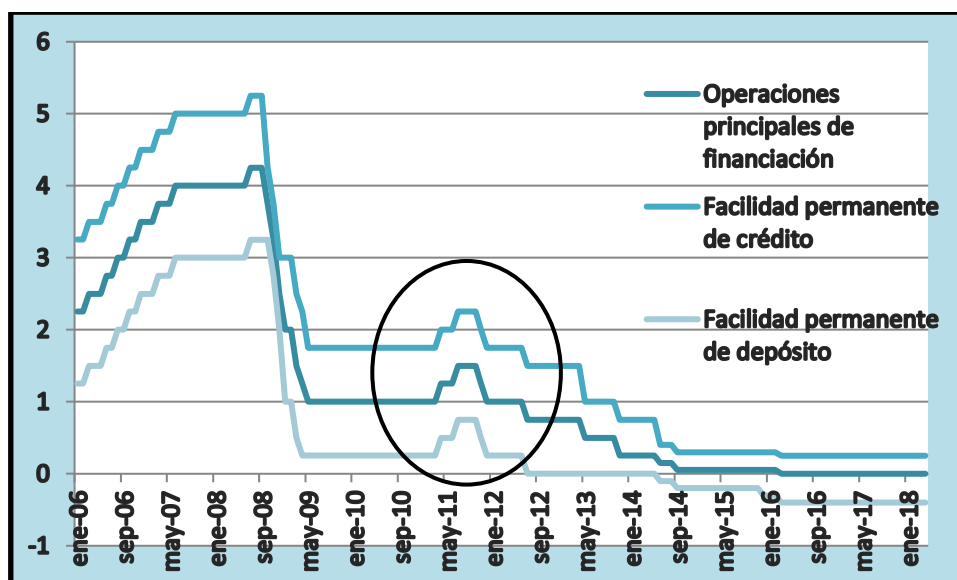
Diez años después de que comenzara la crisis económica en todo el mundo, nos encontramos con un escenario de recuperación económica y de buenas perspectivas de crecimiento en los próximos años. Esto se ha conseguido gracias al establecimiento de medidas de política monetaria que nunca antes habían sido aplicadas y que tuvieron que adaptarse al nuevo entorno económico mundial para conseguir estimular la economía. Uno de los grandes problemas actuales es la debilidad con la que todavía siguen las perspectivas de inflación, lo cual es el paso necesario para terminar de confirmar la buena marcha de la economía europea.

En el Gráfico 1 podemos ver un resumen de la evolución de los tipos de interés de referencia del BCE durante el periodo que acabamos de tratar. En dicho gráfico podemos observar cómo los tipos de interés se han ido reduciendo paulatinamente desde el inicio de la crisis.

Desde el año 2007, estos tipos de interés de intervención fueron disminuyendo para intentar influir en los tipos de interés de mercado, aunque como hemos visto, se llegó a un punto en el que ya no era posible bajarlos más, por lo que fue necesaria la creación de nuevos instrumentos que consiguieran influir en los tipos de interés de mercado.

Sin embargo, podemos ver también que en 2011 se produce una subida de estos tipos de interés de intervención. Esto se produjo por las presiones inflacionistas que amenazaban a la economía europea, y tuvo unas consecuencias desastrosas para muchos países de la Zona Euro, provocando la llamada segunda recesión.

Gráfico 1: Evolución de los tipos de interés de intervención BCE.



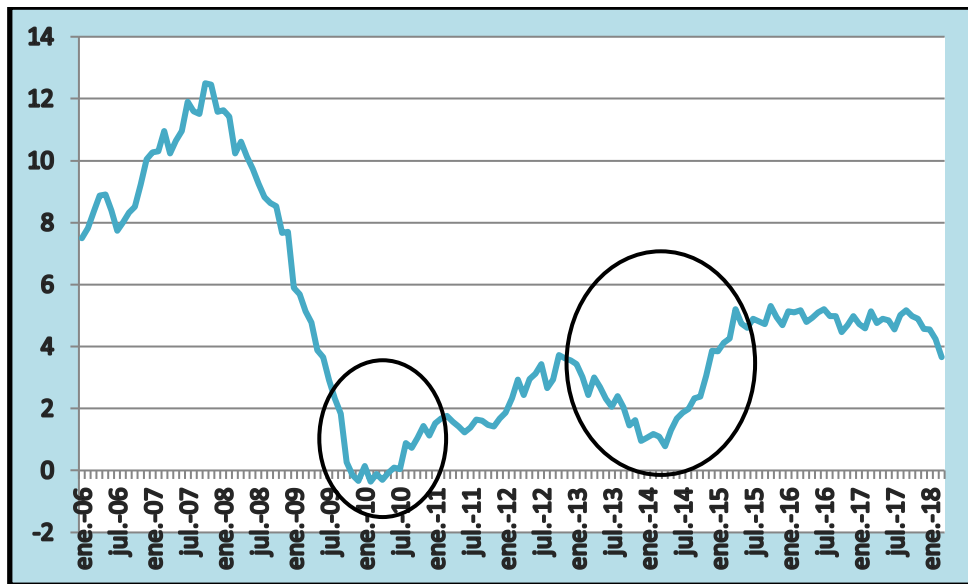
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (2018).

En el Gráfico 2 lo que podemos apreciar es la evolución de otro instrumento del BCE para llevar a cabo la política monetaria, el agregado monetario M3, el cual constituye la oferta monetaria y está formado por el efectivo en manos del público y los depósitos a la vista.

En primer lugar, observamos la gran caída de este agregado monetario en el año 2007, debido a la disminución de los créditos al sector privado tras el estallido de la crisis económica. Esto provocó la gran desaceleración del crecimiento de este indicador hasta el año 2009.

A través de la evolución de este, lo que podemos observar es cómo M3 se incrementó sobretodo en dos fechas clave: 2009 y 2015. En primer lugar, el incremento de 2009 se debe al inicio de las medidas de corte no convencional, que se centraban en la modificación de la oferta monetaria. Sin embargo, estas medidas no fueron del todo determinantes hasta el año 2015, cuando se comenzaron a aplicar de forma más intensa con el programa de adquisición de bonos públicos (APP), por lo que esa es la segunda fecha clave.

Gráfico 2: Tasa de variación interanual (%) del agregado monetario M3 Zona Euro.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo (2018).

En resumen, la Zona Euro acabó, con retraso y con mucha cautela, aplicando las mismas medidas monetarias que se habían adoptado inmediatamente al estallido de la crisis en EE UU. Dedicamos el siguiente apartado a describir los efectos sobre la actividad económica de algunas economías europeas de ese retraso y lentitud de las medidas de política monetaria.

4 EFECTOS EN LA ECONOMÍA REAL DE LAS MEDIDAS LLEVADAS A CABO POR EL BCE.

Tras la aplicación de las medidas de política monetaria llevadas a cabo por el BCE, tanto las medidas convencionales como las no convencionales, es necesario estudiar los efectos de las mismas sobre la economía real para ver si de verdad han sido unas medidas eficaces o no a la hora de subsanar los problemas generados en la reciente crisis económica.

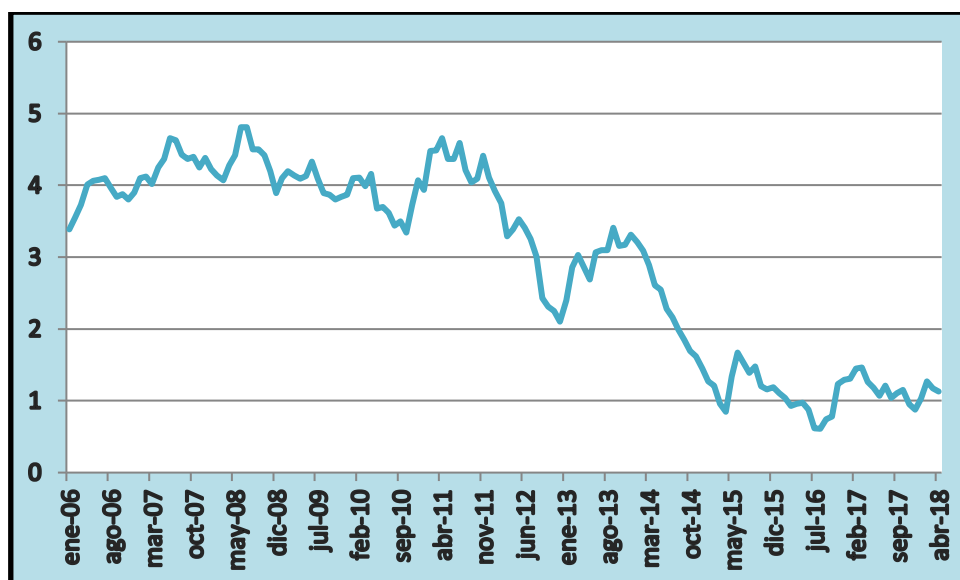
Por ello, primero vamos a estudiar los efectos de estas medidas de política monetaria en el conjunto de la Zona Euro, para posteriormente analizar el caso particular de España y Alemania, dos países que han vivido la crisis económica de una forma muy distinta.

4.1 EFECTOS EN LA ECONOMÍA REAL EN EL CONJUNTO DE LA ZONA EURO.

Las medidas de política monetaria provocan unos estímulos en la economía real que dependen de los factores estructurales de cada economía. Es por esto que es relevante analizar cómo estas medidas llegan a afectar a la economía y en qué medida los Bancos Centrales consiguen los objetivos marcados para dichas medidas.

Tal y como argumenta Banco de España (2015), se estima que, en términos generales, hasta 2015, se había conseguido reducir 100 puntos básicos la rentabilidad de la deuda pública soberana en la UEM. También siguiendo a Arce y Del Río (2018), nos encontramos con que las condiciones de financiación de la Eurozona se han reducido en los últimos años, gracias a las medidas más intensas aplicadas por el BCE desde mediados de 2014. Esta caída de la rentabilidad de la deuda soberana ha sido mayor en los países periféricos, aquellos que tenían unas mayores primas de riesgo.

Gráfico 3: Rendimiento deuda pública a 10 años Zona Euro.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (2018).

En este Gráfico 3 podemos observar esta disminución de los costes de financiación de la deuda pública en la Zona Euro durante los años de la crisis. Podemos observar que las mayores caídas son tras el año 2012, por el anuncio de Mario Dragui en el que dijo que iba a hacer todo lo necesario para salvar al euro “*whatever it takes*”. Posteriormente, la segunda gran caída la podemos observar en 2014, cuando comienzan a hacerse los programas de expansión cuantitativa más intensos.

Respecto a la inflación, nos encontramos con que ha sufrido una gran disminución desde el inicio de la crisis, cuando se encontraba en su nivel de objetivo (valores en torno al 2%, aunque inferiores), hasta la actualidad, cuando el valor de la inflación apenas sobrepasa el 1%.

En primer lugar, podemos observar en el Gráfico 4 que los altos niveles de inflación de los años 2010 y 2011, los cuales llegaron incluso al 3%, provocaron tensiones inflacionistas en la Zona Euro. Por tanto, para no perjudicar a las grandes potencias, se produjo una subida de los tipos de interés que tuvo efectos muy distintos en los países, como veremos en el siguiente apartado.

Gráfico 4: Inflación en la Zona Euro. Tasa de variación interanual IAPC: Índice Armonizado de Precios al Consumo.



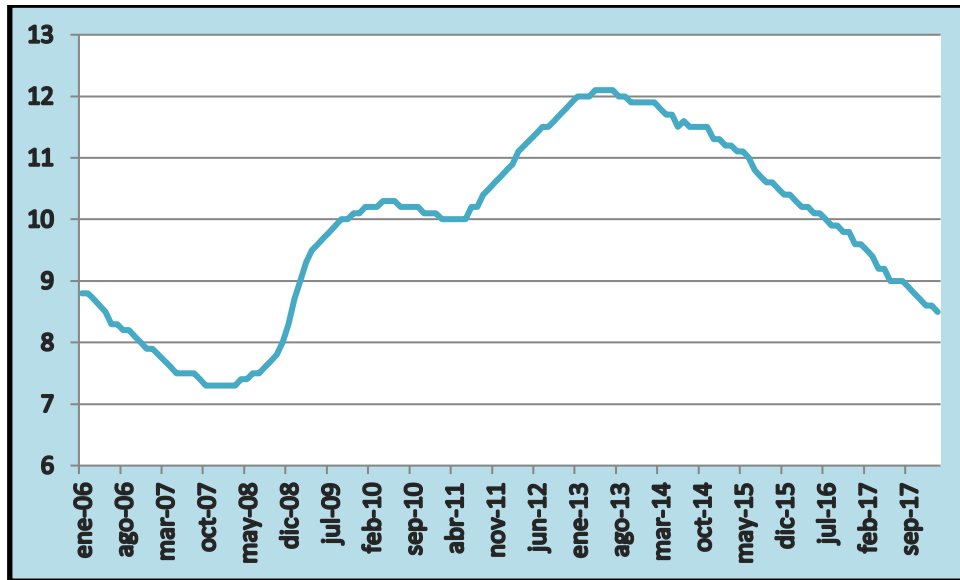
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (2018).

Posteriormente, podemos ver que en 2014 y principios de 2015, esta tasa de inflación alcanzaba valores cercanos a cero e incluso negativos, con lo que había deflación en la economía. Es por esto que se produjo la expansión cuantitativa de 2015, la cual tuvo efectos positivos pero no los suficientes como para devolver a la inflación a su nivel objetivo.

Por esto, la inflación es uno de los grandes problemas actuales de la economía europea y la razón por la que se espera que en los próximos periodos se sigan aplicando medidas de política monetaria desde el BCE, con el objetivo de conseguir estimular el nivel general de precios y, con él, la demanda agregada.

Por otra parte, la tasa de desempleo aumentó hasta 2013 de manera significativa desde el 8% hasta casi el 13%, y gracias a los programas de expansión cuantitativa de 2015 y 2016, se ha conseguido reducir hasta el 9%. Esto nos muestra la recuperación del desempleo en la Eurozona, aunque todavía estamos lejos de los niveles pre-crisis.

Gráfico 5: Evolución de la tasa de paro (%) Zona Euro.



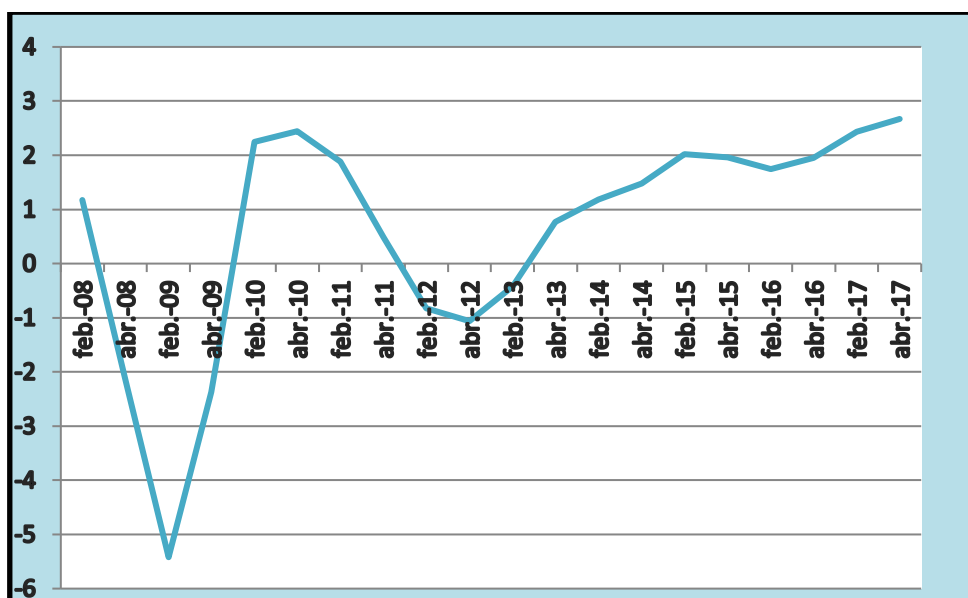
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (2018).

Por último, respecto a la tasa de crecimiento del PIB, podemos ver en el Gráfico 6 la evolución de esta a lo largo de la crisis económica. La mayor caída se observa en el año 2009, a partir del cual hay un aumento de esta tasa hasta 2011 debido al auge de Alemania. En 2011, debido a la segunda recesión, esta tasa vuelve a decaer hasta el año 2013, momento a partir del cual vuelve a tener una tendencia positiva hasta la actualidad.

Esto se debe en gran medida a los programas de expansión cuantitativa, sobre todo al realizado en 2015, ya que desde 2015 a 2017, se atribuye un 40% del crecimiento nominal del PIB a los efectos de la política monetaria sobre la economía real (Arce y Del Río, 2018).

En el Gráfico 6 podemos observar esta evolución del PIB a lo largo de la crisis económica. Lo que más llama la atención de este gráfico es la doble recesión que ha experimentado la economía europea, sufriendo dos caídas: una en 2008, la inevitable, debido a la situación económica mundial; y otra en 2011, que se debió a la subida poco acertada de los tipos de interés en un momento de crisis muy grave. Esta medida tuvo efectos muy perjudiciales en la economía europea, aunque no afectó de igual manera a todos los países de la Zona Euro, como veremos en el siguiente apartado.

Gráfico 6: Tasas de crecimiento interanual trimestral (%) PIB Zona Euro.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (2018).

Por tanto, podemos afirmar que estas medidas de política monetaria no convencionales han sido en gran medida las responsables de la recuperación de la Eurozona, ya que los primeros signos de crecimiento empezaron a darse con la aplicación de las mismas.

Sin embargo, la cautela con la que el BCE ha realizado estas medidas en comparación con la Reserva Federal⁷ ha provocado que el efecto de estas haya sido menor, por lo que todavía podemos esperar que se realicen más medidas expansivas desde el BCE para conseguir afianzar la recuperación económica y alcanzar así el objetivo de inflación de valores cercanos al 2%.

Además, podemos observar que hay diferencias notables en la intensidad de la transmisión de la política monetaria en los países de la Zona Euro. Y es que, aunque en los países de la periferia se ha producido una gran reducción de los costes de financiación de la deuda pública, es en los países centrales del área donde la política monetaria ha generado un mayor impacto.

Según Arce et al. (2015), esto se ha producido debido a la existencia de *cuellos de botella* en algunos países, que se generan debido al alto grado de endeudamiento,

⁷ Quienes aplicaron mucho antes medidas no convencionales y han experimentado mayores efectos en la economía real.

además de a la mayor fragilidad de la economía de los países periféricos a la crisis financiera. Por eso, el efecto de la política monetaria es mayor en aquellos países que no se encuentran en una situación de desapalancamiento, es decir, en los países centrales de la Unión Europea.

Estas diferencias entre países son las que no han permitido que se realizaran programas de expansión cuantitativa más agresivos en Europa, por miedo a que las presiones inflacionistas llegaran a perjudicar a economías que se encontraban en una buena situación, como Alemania.

4.2 EFECTOS DIFERENCIADOS DE POLÍTICAS MONETARIAS COMUNES.

Esta falta de medidas para ayudar a los países periféricos la podemos encontrar reflejada en la Ecuación (1), donde aparece la Regla de Taylor, la cual nos indica el nivel de tipo de interés óptimo para una economía.

La regla de Taylor es una regla de política monetaria que relaciona el tipo de interés que establece el Banco Central con las desviaciones de la inflación y del PIB respecto a su nivel de objetivo y potencial, respectivamente. Esto supone que el objetivo de los Bancos Centrales que se centran en la Regla de Taylor para definir su política monetaria sea el de estabilidad de precios y pleno empleo. La Regla de Taylor se expresa de la siguiente forma, tal y como fue formulada por Taylor en 1993:

$$i_t = \pi_t + r^* + \alpha_1(\pi_t - \pi^*) + \alpha_2(y_t - y^*) \quad \text{Ecuación (1)}$$

Siendo i_t el tipo de interés nominal, π_t la inflación, r^* el tipo de interés real, π^* el nivel de inflación de objetivo, y_t el output del periodo, y^* el nivel de output potencial y α_1 y α_2 parámetros que miden el nivel de importancia que se otorga a las desviaciones de la inflación y del output, respectivamente.

Esta fórmula nos muestra que el tipo de interés aumentará si la inflación está por encima de su nivel de objetivo o si la producción real es superior a la potencial. Además, el valor de los parámetros α_1 y α_2 será importante a la hora de determinar a qué objetivo, estabilidad de precios o pleno empleo de los factores productivos, le concede más importancia el Banco Central a la hora de realizar la política monetaria.

Sin embargo, no se puede afirmar que el BCE aplique esta ecuación de una forma adecuada. Esto es porque al aplicar esta Regla de Taylor, se está tratando igual a economías con características muy distintas, por lo que aplicar lo mismo para todas ellas puede resultar muy inadecuado. Por ello vamos a ver el Gráfico 7, en el cual nos vamos a centrar en la Regla de Taylor de la Zona Euro diferenciando dos tipos de países. Por una parte, los países periféricos (España, Grecia, Irlanda y Portugal) y, por otra parte, los países centrales (Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Países Bajos e Italia).

En el Gráfico 7 nos encontramos con la diferenciación de la Regla de Taylor entre estos dos grupos de países comparados con el tipo sombra que se ha venido aplicando en la Zona Euro. Este tipo sombra es el tipo de interés que observaríamos en el actual entorno si este no se encontrara anclado en el 0%. En el gráfico podemos ver que los países periféricos han necesitado en los años pre crisis (2004-2008) unos tipos de interés superiores al tipo sombra. Por su parte, los países centrales necesitaron en ese mismo período unos tipos de interés muy semejantes a los del tipo sombra.

Con esto, lo que podemos observar es que en el periodo 2004-2008, el tipo de interés que tendría que haber sido aplicado en los países periféricos se encuentra en torno a un 8-10%, mientras que el que verdaderamente se estaba aplicando era de un 2-4%. Esto tuvo un gran efecto en la relajación del crédito en España durante los años de expansión. Esto se debe a que los créditos que no se habrían adquirido a un 8% de interés sí se adquirirían a un 2%, lo que fue una de las principales causas de la creación de la burbuja financiera, tal y como argumenta Torres (2008).

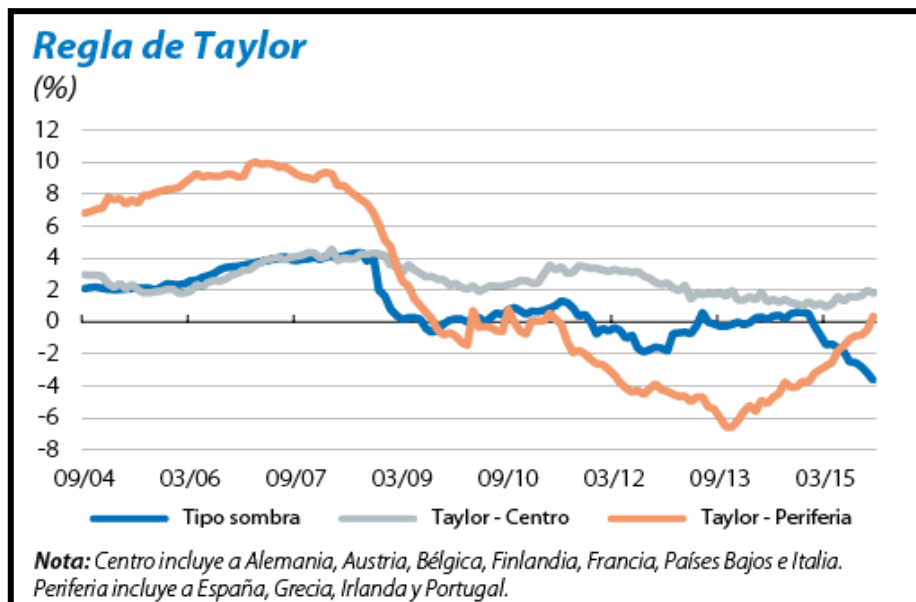
Es importante señalar que, como establecen Rodríguez et al. (2013), hay una gran correlación entre la vulnerabilidad financiera de los países y la política monetaria

excesivamente laxa. Por ello, es muy relevante el papel que los bajos tipos de interés tuvieron en determinados países de la periferia sobre el aumento masivo del crédito y la burbuja financiera.

Por tanto, lo primero que extraemos del análisis de este grafico es el hecho de que en el periodo anterior a la crisis, el Banco Central estuvo aplicando medidas destinadas a no perjudicar a los países centrales, por lo que aplicaban un tipo de interés muy parecido al que este tipo de países necesitaba. Esto fue en gran medida uno de los detonantes de la crisis económica, mucho más perjudicial en los países periféricos que en los del centro de Europa (García y Martínez, 2015).

Posteriormente, podemos observar que en el periodo 2009-2015, los tipos aplicados se establecen en una posición intermedia entre ambos grupos de países, aunque ya era tarde, la crisis económica ya había perjudicado a la Zona Euro.

Gráfico 7: Regla de Taylor 2004-2015.



Fuente: CaixaBank Research (2016) .

Por tanto, aquí podemos observar de manera gráfica que algunas medidas se han fijado de acuerdo con las variables económicas y criterios de los países centrales, los cuales no eran los mismos que los de la periferia. Por tanto, es conveniente centrar la atención en este punto y por ello en el siguiente apartado nos vamos a centrar en las diferencias de los efectos sobre la economía real en un país central y en otro periférico:

Alemania y España.

4.3 COMPARATIVA DE LOS EFECTOS EN DOS PAÍSES: ESPAÑA Y ALEMANIA.

La crisis económica de 2007 provocó unos efectos en la economía real claramente diferenciados en dos tipos de países: los periféricos y los centrales. Este diferencial se puede explicar por la gran exposición del mercado financiero a las hipotecas subprime, la baja productividad de la economía, la poca dotación de capital y la estructura productiva difícilmente innovadora, todo ello características estructurales de los países de la periferia europea, entre los que se encuentra España (Castells, 2014). Esto, sumado a los graves problemas de corrupción en la sociedad, provocó una gran debilidad de estos países frente a los grandes países europeos, como Alemania.

Los diferenciales entre estos países comenzaron a ser verdaderamente un problema cuando estalló la crisis económica. Un conjunto de economías con características muy distintas se habían agrupado en una Unión Monetaria que ahora estaba en tela de juicio, al igual que su moneda. La crisis ponía de manifiesto los problemas que puede llegar a ocasionar el hecho de constituir un área monetaria única con diferencias tan notables entre los países miembros (García y Martínez, 2015). Además, el endeudamiento de muchos de ellos para compensar la falta de competitividad había llegado a un límite.

Es por esto que conviene analizar las diferencias de la importancia de la crisis económica en Alemania y en España. De esta forma se podrá observar lo que ya se ha explicado: por una parte, el hecho de que la Unión Monetaria Europea esté formada por países con características tan diferentes entre sí; y por otra parte, el hecho de que el BCE haya beneficiado más a algunos países que a otros, constituyendo una “Europa Alemana”.

Los efectos asimétricos derivados de la política monetaria única comenzaron a hacerse más visibles tras el estallido de la crisis económica. Vamos a ver de manera

gráfica el efecto de la crisis en ambos países y sus diferenciales.

En primer lugar, vamos a analizar en el Gráfico 8 el comportamiento del rendimiento de la deuda pública a 10 años en España y Alemania en el periodo 2006-2018. Lo primero que podemos observar es que en el periodo inmediatamente anterior a la crisis económica, el indicador era muy similar en ambos países. Esto es porque el coste de financiarse en ambos sitios era muy parecido ya que había una cierta homogeneidad en el diferencial de prima de riesgo en la Unión Europea por el hecho de estar en un periodo de expansión.

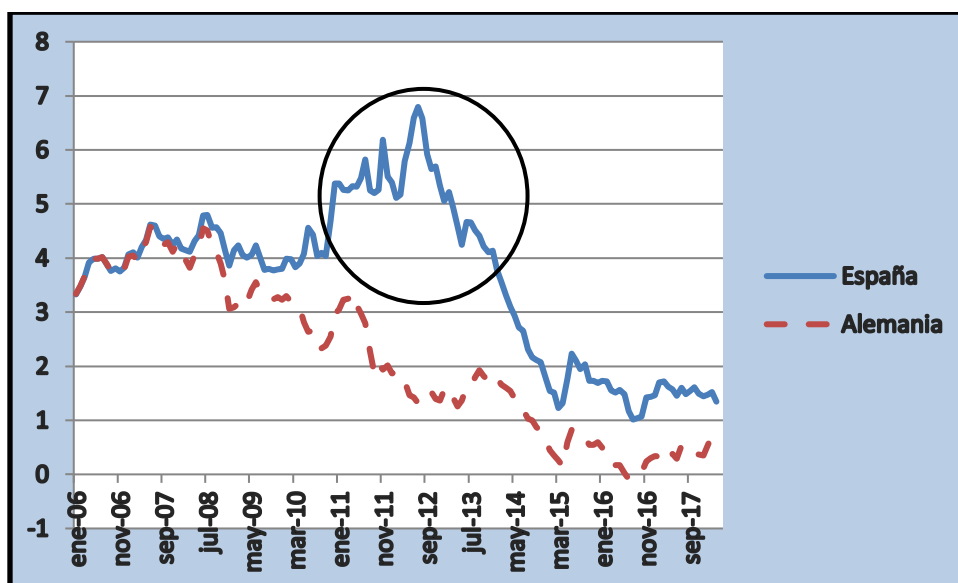
Sin embargo, a partir del año 2008, podemos ver cómo aumenta la divergencia entre ambos países. Mientras España sigue un camino de aumento de la prima de riesgo, en Alemania se produce el efecto contrario. Por ello, nos encontramos con que el 26 de julio del año 2012, la prima de riesgo española alcanza máximos históricos llegando a los 631 puntos básicos.

Aquí es cuando se produce el famoso discurso del presidente Mario Dragui, en el que afirmó que se iba a hacer todo lo que hiciera falta para sostener el euro, y que eso sería suficiente, “*whatever it takes*”. Esto significa que el BCE está dispuesto a comprar todo lo que haga falta para que el tipo de interés de la deuda pública no siga subiendo. Este anuncio cambia radicalmente el comportamiento de los inversores en los mercados, en especial de los bajistas⁸, provocando la bajada de las primas de riesgo en todos los países de la periferia europea.

Posteriormente, podemos observar que las primas de riesgo van disminuyendo hasta llegar a los niveles actuales, en torno a los 100 puntos básicos. Esto se produjo también por el programa de expansión cuantitativa (QE) realizado a partir de 2014 de forma más intensiva. Lo que hace este programa es aumentar la demanda de deuda pública con la consiguiente bajada de los tipos de interés (CaixaBank Research, 2017). Esta bajada de los tipos de interés hace que los préstamos se abaraten, consiguiendo un aumento de los mismos que se acaba trasladando al incremento del consumo y de la inversión por parte de los agentes económicos.

⁸ Los que creen que se va a desplomar el precio y el tipo de interés va a seguir subiendo. Por tanto, ya no les interesa invertir si el BCE se compromete a que el tipo de interés no suba más.

Gráfico 8: Rendimiento deuda pública a 10 años España y Alemania.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía (2018).

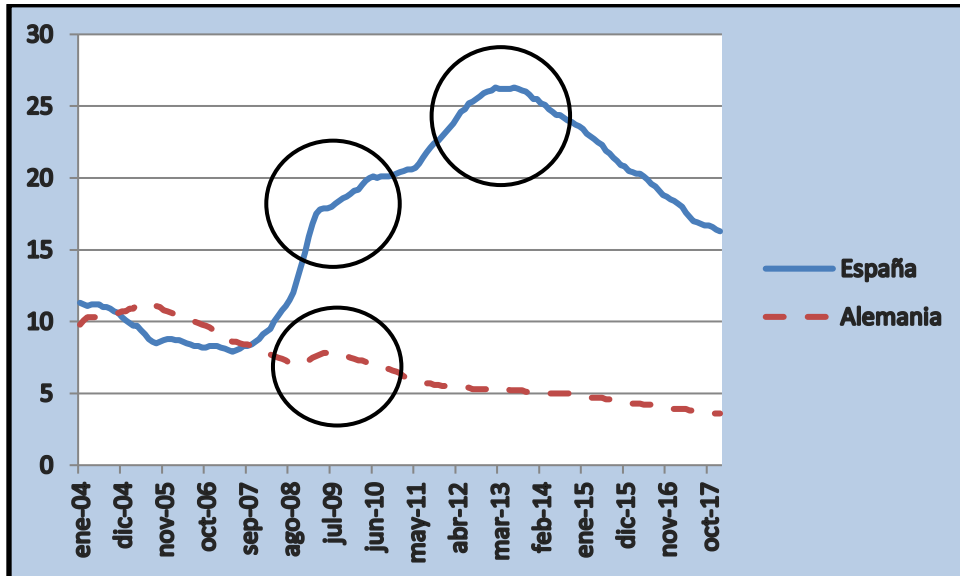
En segundo lugar, podemos observar en el Gráfico 9 la evolución de la tasa de paro de España y de Alemania desde 2004 hasta 2018. En los años precedentes a la crisis económica, desde 2004 hasta 2007, las tasas de paro de ambos países se encontraban en niveles muy similares, en torno a un 10%. Incluso durante un periodo de tiempo la tasa de paro de la economía española era inferior a la alemana, debido al boom de la construcción en nuestro país que generaba una gran cantidad de empleos.

Sin embargo, en el periodo siguiente, desde 2007 hasta 2011, observamos un cambio de tendencia. La tasa de paro en España aumenta hasta niveles peligrosamente altos, llegando a alcanzar el 20% de paro en el año 2011. Este año es significativo porque en primer lugar parece que la tasa de paro se va a estabilizar en ese nivel, pero posteriormente acaba subiendo hasta alcanzar el record del 27% en el año 2013.

Esta subida a partir del año 2011 la podemos explicar a través de las medidas adoptadas por el BCE. Como hemos visto en la cronología de las medidas adoptadas durante la crisis, en el año 2011 el BCE decidió aumentar los tipos de interés debido a las tensiones inflacionistas que podían perjudicar a países centrales como Alemania. Posteriormente, se ha visto que esta medida fue muy perjudicial para los países periféricos, ya que llegó a provocar la llamada segunda recesión. Esto es lo que

podemos observar en los datos de la tasa de paro, el gran aumento de este indicador hasta el año 2013, y su posterior disminución hasta la actualidad.

Gráfico 9: Tasa de paro España y Alemania.



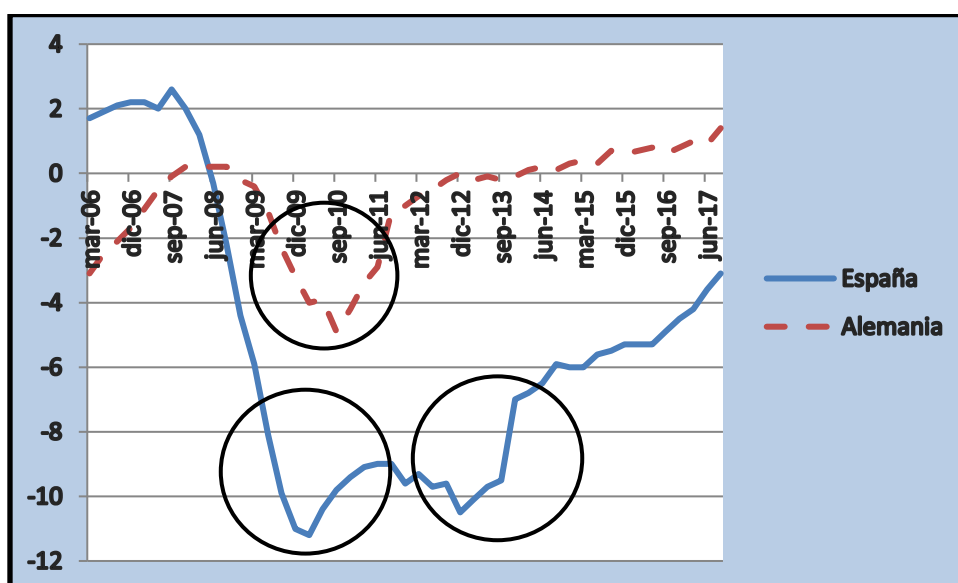
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (2018).

Respecto a Alemania, vemos que no experimentó estos efectos derivados de la subida de los tipos de interés, sino que su tasa de paro ha ido descendiendo constantemente desde el año 2009. Únicamente en este año 2009 sufrió un pequeño aumento debido a la crisis económica, pero no tuvo gran importancia y pronto comenzó a descender llegando incluso a alcanzar los 5 puntos porcentuales en el año 2014, mientras que en España teníamos una tasa de paro 20 puntos superior. Por ello, en Alemania no se experimentó esa segunda recesión, sino que la tasa de paro todavía disminuyó más después del año 2011. Por esto entendemos que la subida de los tipos de interés fue algo positivo para Alemania, ya que consiguió aliviar las tensiones inflacionistas.

Finalmente, podemos observar en el Gráfico 10 la evolución del déficit público según el procedimiento de déficit excesivo también en España y Alemania durante el periodo 2006-2018. En los años precedentes a la crisis, España tenía superávit mientras que Alemania tenía déficit. Este comportamiento rápidamente se tornó al revés al estallar la crisis económica.

En primer lugar, podemos ver en España los mismos efectos que en la tasa de paro. Primero se produce una gran caída en el año 2009 como consecuencia de la crisis económica, llegando a niveles del 11% y siendo el cuarto país con déficit público más alto de toda la Unión Europea. Posteriormente, vemos que tras haber mejorado un poco, este indicador vuelve a empeorar en el año 2012, tras la subida ya mencionada de los tipos de interés por parte del BCE. En este año la economía española se encuentra en una importante crisis de deuda soberana, teniendo que ser rescatada finalmente por el Banco Central Europeo. Por último, vemos que tras el año 2014, gracias a las medidas más intensas de política monetaria expansiva, como la expansión cuantitativa, el déficit público empieza a mejorar. Actualmente estamos muy cerca del objetivo de estabilidad marcado por el BCE en el Tratado de Maastricht, el 3% de déficit.

Gráfico 10: Déficit público (PDE) España y Alemania 2006-2018.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (2018).

Por su parte, Alemania únicamente sufrió una caída en los años inmediatos al estallido de la crisis económica, llegando a niveles de déficit superiores al 4%, que rápidamente corrigieron para tener posteriormente superávit hasta la actualidad.

Por ello, mediante este análisis descriptivo hemos podido comprobar que las medidas que el Banco Central Europeo ha aplicado han tenido unos efectos muy distintos en los países. Esto ha originado que la crisis haya tenido mucha mayor importancia en los países periféricos como España que en los centrales como Alemania.

5 CONCLUSIONES.

La crisis económica que experimentaron los países desarrollados en 2007 ha supuesto un antes y un después en la forma de entender la política monetaria como instrumento principal para controlar la economía en Europa. El hecho de que se necesitaran de nuevos instrumentos para conseguir incentivar la demanda ha hecho que muchos economistas se planteen la validez de una política monetaria única para todos los países del euro.

Al estallar la Gran Recesión, los diferentes caminos que tomaron las economías de los países de la Zona Euro han provocado que se ponga especial atención en dos factores. En primer lugar, el hecho de que el Banco Central Europeo haya prestado mayor atención al objetivo de estabilidad de precios de la Zona Euro y menor atención al objetivo de pleno empleo. Por otro lado y como consecuencia de esto, la divergencia que se ha producido entre muchos de estos países, diferenciando claramente los países que han sufrido una grave crisis económica (los periféricos) y los países que han sufrido la crisis con mucha menor intensidad (los centrales). Estas dos cuestiones están interrelacionadas entre sí y son determinantes a la hora de llevar a cabo el análisis descriptivo realizado en este trabajo.

En primer lugar, como hemos señalado, la política monetaria única de la Zona Euro es la responsable de las grandes asimetrías regionales que hemos podido ver durante la crisis económica. Las grandes diferencias estructurales entre los países miembros llevan a preguntarse si la Zona Euro es un área monetaria óptima, ya que los países necesitan de diferentes tipos de interés para conseguir los objetivos de estabilidad de precios y pleno empleo fijados mediante la Regla de Taylor.

Como hemos podido ver mediante esta ecuación, la evolución de la política monetaria se determina en función de unos objetivos de estabilidad de precios y de pleno empleo, los cuales determinan un tipo de interés. La importancia que se concede a cada uno de los objetivos, representada por dos parámetros, depende de cada Banco Central. En el caso del Banco Central Europeo, el objetivo ha estado siempre más enfocado a la estabilidad de precios, debido al gran miedo a la inflación que hay en los

países del norte de Europa.

Sin embargo, los países periféricos como España han tenido graves problemas durante la crisis relacionados fundamentalmente con el empleo, por lo que habrían necesitado de unas medidas de política monetaria que tuvieran en cuenta más este componente estructural de pleno empleo en vez de la estabilidad de precios. Es decir, que en la ecuación de la Regla de Taylor tuviera un mayor peso el parámetro correspondiente al objetivo de pleno empleo que el correspondiente al objetivo de inflación.

Esto no ha sido así y las medidas que se han ido aplicando se han centrado siempre más en las necesidades de los países centrales, llegando incluso a ocasionar graves consecuencias como la que se produjo tras la subida de los tipos de interés de intervención en 2011. Como hemos explicado, esta medida se llevó a cabo para aliviar las tensiones inflacionistas ocasionadas por la subida del precio del petróleo y provocó que los países periféricos experimentaran una segunda recesión, mientras que los centrales no se vieron afectados.

Por tanto, podemos observar la gran diferencia en los efectos que las medidas aplicadas desde el BCE han ocasionado en las economías de la Zona Euro. Esto es lo que ha provocado tanto el aumento de la divergencia entre países periféricos y centrales como el hecho de que muchos economistas se planteen si verdaderamente es efectiva esta Unión Monetaria, ya que los shocks no afectan por igual en todo el conjunto de países. Por ello, esta crisis puso en el punto de mira el hecho de que esta unión esté formada por países con características estructurales tan diversas como España o Alemania.

Esta situación también ha generado opiniones muy diversas entre los economistas. Muchos de ellos siguen apostando por una Unión Monetaria conjunta realizando políticas fiscales diferenciadas para aliviar estas tensiones que provoca la política monetaria única. Estas políticas fiscales tendrían como objetivo impulsar la competitividad y el crecimiento a largo plazo de la Zona Euro mediante el incremento de la inversión.

Por otra parte, con la llegada del presidente Dragui, las medidas realizadas han sido más neutrales y han contribuido a la recuperación de los países de la Zona Euro, entre los cuales España destaca por su gran crecimiento económico de los últimos años. Sin embargo, el mandato de Mario Dragui termina el próximo año y eso abre un nuevo abanico de incertidumbre, ya que en función del nuevo presidente del BCE, las medidas estarán enfocadas más en un objetivo que en otro.

Esto podría traer nuevos problemas al conjunto de los países periféricos, ya que la recuperación todavía se está afianzando y no conviene provocar tensiones en los mercados financieros. Además, especialmente para nuestro país, sería importante que desde el Banco Central Europeo siguieran teniendo muy en cuenta el objetivo de pleno empleo, el cual sigue siendo un problema estructural de nuestra economía. Aún con todo, es posible que los años de la crisis hayan servido para aprender de los errores pasados, permitiendo a las autoridades aprender de estos para no volver a cometerlos.

6 BIBLIOGRAFÍA.

Árce, O. y Del Río, A. (2018): “Las implicaciones macroeconómicas y sobre el sector bancario de la política monetaria del BCE” en *Papeles de Economía Española*, N°155, 10-18.

Árce, O., Hurtado, S. y Thomas, C. (2015): “Policy spillovers and synergies in a Monetary Union” en *Documentos de Trabajo del Banco de España*, N° 1540.

Banco de España (2008): “El área del Euro y la política monetaria común” en *Informe anual*, 107-129.

Banco de España (2009): “El área del Euro y la política monetaria común” en *Informe anual*, 95-115.

Banco de España (2010): “El área del Euro y la política monetaria común” en *Informe anual*, 105-122.

Banco de España (2011): “El área del Euro y la política monetaria común” en *Informe anual*, 93-111.

Banco de España (2012): “El área del Euro y la política monetaria común” en *Informe anual*, 85-101.

Banco de España (2013): “Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis” en *Boletín económico*, 89-99.

Banco de España (2014): “La política monetaria” en *Informe anual*, 43-66.

Banco de España (2015): “El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente” en *Informe anual*, 79-107.

Banco de España (Último acceso Mayo 2018): <https://www.bde.es/bde/es/>

Banco Central Europeo (2007a): “Decisiones de política monetaria” en *Informe anual*, 18-25.

Banco Central Europeo (2007b): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión” en *Informe anual*, 108-119.

Banco Central Europeo (2008a): “Decisiones de política monetaria” en *Informe anual*, 20-26.

Banco Central Europeo (2008b): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión” en *Informe anual*, 116-131.

Banco Central Europeo (2009a): “Decisiones de política monetaria” en *Informe anual*, 20-27.

Banco Central Europeo (2009b): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión” en *Informe anual*, 112-123.

Banco Central Europeo (2010): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión” en *Informe anual*, 104-116.

Banco Central Europeo (2011a): “Decisiones de política monetaria” en *Informe anual*, 16-22.

Banco Central Europeo (2011b): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión” en *Informe anual*, 90-101.

Banco Central Europeo (2012a): “Decisiones de política monetaria” en *Informe anual*, 15-18.

Banco Central Europeo (2012b): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión” en *Informe anual*, 89-100.

Banco Central Europeo (2013a): “Decisiones de política monetaria” en *Informe anual*, 16-20.

Banco Central Europeo (2013b): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión” en *Informe anual*, 93-105.

Banco Central Europeo (2014): “Ampliación de las herramientas: la política monetaria con los tipos de interés oficiales del BCE en su límite inferior efectivo” en *Informe anual*, 47-59.

Banco Central Europeo (2015): “La política monetaria en tiempos difíciles” en *Informe anual*, 45-64.

Banco Central Europeo (2016): “Medidas de política monetaria para apoyar la recuperación de la zona del euro y un aumento de la inflación” en *Informe anual*, 48-65.

Banco Central Europeo (2017): “Política monetaria: paciencia, perseverancia y prudencia” en *Informe anual*, 42-58.

Banco Central Europeo (Último acceso Mayo 2018):
<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

CaixaBank Research (2016): “Descubriendo la política monetaria en la sombra” en *Informe mensual Febrero 2016*.

CaixaBank Research (2017): “La política monetaria del BCE y las primas de riesgo soberanas” en *Informe mensual Marzo 2016*.

Calvo Bernardino, A. y Parejo Alcázar, M. (2007): “Los efectos diferenciales de la política monetaria del BCE a través de los mecanismos de transmisión en la Eurozona” en *Boletín económico del ICE*, N°2926, 25-37.

Castells, M. (2014): “La crisis económica europea: una crisis política.”
<http://www.europeg.com/>

Esteve, V. y Prats, M.A. (2011): “La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional” en *Principios Universidad de Valencia*, N° 19, 5-25.

Esteve, V. y Prats, M.A. (2013): “Fragmentación financiera y ruptura de la transmisión de la política monetaria en la eurozona” en *Cuadernos de la información económica*, N° 238, 87-102.

García Herrero, A. y Martínez Turégano, D. (2015): “La sostenibilidad de la unión monetaria vista desde las economías emergentes” en *Fundación ICO, Anuario del Euro 2015*.

Garmendia Ibáñez, J. (2009): “Una aproximación al origen de la crisis financiera internacional” en *Revista de administración y dirección de empresas de la Universidad del País Vasco*, N°16, 43-63.

Hernando, I., Llopis, J. y Vallés, J. (2012): “Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero” en *Documentos ocasionales del Banco de España*, N° 1207, 7-38.

Ministerio de Economía (Último acceso Mayo 2018):
<http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/>

Miranda, S. y Salgado, M. C. (2011): “Crisis de deuda soberana en Europa y sus implicaciones” en *Revista trimestral de análisis de coyuntura económica*, Vol. 4, N° 3, 11-13.

Praet, P., Cour-Thimann, P. y Heider, F. (2014): “Garantizar la transmisión de las señales de política: una revisión de la política monetaria del BCE desde el 2007 hasta 2013” en *Papeles de Economía Española*, N°140, 2-18.

Rodríguez Fuentes, C. J.; Faria Silva, F.; Padrón Marrero, D. (2013): “La política monetaria única y sus efectos regionales” en *Ekonomiaz Revista vasca de Economía*, N° 84, 157-178.

Torres Chacón, J. L. (2008): “El tipo de interés oficial del BCE y la Regla de Taylor” en *Documento de análisis de la Universidad de Málaga*, N° 1/2008.