

## Trabajo Fin de Grado

# DIFERENCIAS ENTRE LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL APLICADA POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO EN LA GRAN RECESIÓN Y LA CRISIS-COVID.

Autora

Ainhoa Galisteo García

Directora

Marcela Sabaté Sort

## RESUMEN

La política monetaria no convencional del Banco Central Europeo es aquella que incluye mecanismos no habituales, llevados a cabo especialmente, en épocas de crisis y modificando así los parámetros básicos, como el tipo de interés.

Las medidas adoptadas por el BCE en la Gran Recesión tuvieron una repercusión muy distinta a la que ha tenido en la actual crisis. El tipo de interés de la deuda soberana española entre 2008 y 2012, se mantuvo al alza y con cifras en torno al 5% durante el tiempo comprendido en dicha crisis, mientras en la crisis de la COVID-19, las medidas adoptadas provocaron una reducción notable hasta alcanzar tipos de interés muy bajos, entorno al 0%.

Además del tipo de interés, también se han analizado los efectos sobre la prima de riesgo. En el caso de la Gran Recesión, las medidas provocaron un gran crecimiento de dicha variable, alcanzando las cifras más altas registradas en años, sin embargo, en la crisis actual, la prima de riesgo se ha mantenido con tendencia decreciente.

## ABSTRACT

The unconventional monetary policy of the European Central Bank is one that includes non-standard mechanisms, carried out especially in times of crisis and thus modifying the basic parameters, such as the interest rate.

The measures adopted by the ECB in the Great Recession had a very different impact than in the current crisis. The interest rate on Spanish sovereign debt between 2008 and 2012 remained at around 5% during that crisis, while in the COVID-19 crisis, the measures adopted led to a significant reduction to very low interest rates of around 0%.

In addition to the interest rate, the effects on the risk premium have also been analyzed. In the case of the Great Recession, the measures led to a large increase in this variable, reaching the highest figures recorded in years; however, in the current crisis, the risk premium has remained on a downward trend.

# INDICE

1. Introducción.....	3
2. Medidas de política no convencional del Banco Central Europeo (2009-2018).....	4
3. Medidas de política no convencional del Banco Central Europeo ante la pandemia.	9
4. Reacción de los tipos de interés de la deuda soberana española a los programas de adquisición de activos. ....	12
5. Conclusiones.....	18
6. Bibliografía.....	22

## 1. Introducción

Para alcanzar los objetivos principales, el Eurosistema gestiona la política monetaria de la zona del euro a través de varios instrumentos. Las decisiones sobre política monetaria son adoptadas por el Banco Central Europeo, y los bancos privados de los países son los que las llevan a cabo.

A continuación, se ha realizado una investigación para diferenciar las medidas tomadas por el Banco Central Europeo en la crisis del año 2008, la Gran Recesión y, la actual crisis de la COVID-19, así como el modo de actuación y la repercusión de las medidas adoptadas.

Este trabajo resulta de gran interés debido a la situación de recesión en la que nos encontramos, así como la evolución de la actual crisis. El impacto generado en la economía española ha resultado ser diferente a la última crisis vivida en el año 2008. De este modo, se ha recogido una serie de medidas adoptadas por el Banco Central Europeo en los dos años principales de dichos acontecimientos, las diferentes consecuencias e impactos sobre las variables macroeconómicas.

Los objetivos de este trabajo son diferenciar una crisis de oferta y una crisis de demanda, destacar las medidas de política no convencional tomadas en la Gran Recesión y en la crisis del COVID-19, diferenciar los efectos de dichas medidas sobre el tipo de interés de la deuda soberana española y la prima de riesgo en ambos acontecimientos históricos y, resaltar la eficacia y decisión del Banco Central Europeo.

En cuanto a la trascendencia de este trabajo, puede servir de aplicación y de utilidad en el ámbito universitario, de impartición en diversas materias para destacar las diferencias entre una crisis y otra y ayudar a mejorar el entendimiento sobre la actuación del Banco Central Europeo y todos los instrumentos de los que se apoya para llevar a cabo las medidas. Igualmente, podría ser de gran utilidad en el ámbito empresarial o laboral, para conocer los efectos de las medidas del BCE sobre las variables macroeconómicas que pueden afectar a la parte interna de una empresa y sus beneficios. En general, puede ser útil para todos los ámbitos debido a que las situaciones de crisis afectan a todos los agentes económicos, tanto privados como públicos, de una forma u otra y, resulta de gran utilidad conocer los efectos de ambas crisis sobre las variables macro que acaban afectando a todos los individuos.

El trabajo muestra la capacidad y la soberanía del BCE sobre la política monetaria y el control económico de la zona del euro. Se profundiza con detalle sobre las medidas de política no convencional del BCE en el periodo comprendido entre los años 2009 y 2018, en el que se incluye la Gran Recesión, y las medidas de política no convencional ante la pandemia. En estos apartados, se describe las medidas adoptadas por el BCE en ambas crisis. Por otro lado, se habla de la repercusión de la adquisición de activos sobre el tipo de interés de la deuda soberana española y la prima de riesgo, en ambos periodos de tiempo. Finalmente, el trabajo concluye que la política monetaria no convencional llevada a cabo en la Gran Recesión diverge con respecto a la política monetaria de la crisis COVID-19, tanto los programas adoptados como las consecuencias que conllevaron, siendo esta última de menor impacto debido a la actuación del Banco Central Europeo. Cabe destacar el periodo comprendido entre 2008 y 2012, periodo protagonizado por el constante incremento del tipo de interés y la prima de riesgo. Por el contrario, el año 2020 se caracteriza por los bajos tipos de interés registrados, con un permanente descenso, siendo el comportamiento de la prima de riesgo igual a este último.

## 2. Medidas de política no convencional del Banco Central Europeo (2009-2018)

El Eurosistema nace con el objeto de ejecutar una política monetaria que asegure la estabilidad de precios dentro de la Unión Monetaria y Económica. De acuerdo con el propio Banco Central Europeo (2011), para el cumplimiento de este objetivo se diseñó un conjunto de instrumentos, diferenciando entre Operaciones de Financiación (*Open Market Operations*) y Facilidades Permanentes (*Standing Facilities*). Las primeras se diseñan con el objeto de controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y orientar la política monetaria y, dentro de ellas, destacan las Operaciones Principales de Financiación (OPF) y las Operaciones de Financiación a Más Largo Plazo (OFMLP). Las OPF (Main Refinancing Operations, MTROs) son operaciones temporales de inyección de liquidez, con vencimiento a una semana (antes de 2004, a 2 semanas) que inicialmente, constituyeron la principal fuente de financiación del sistema crediticio. Las OFMLP (Longer-Term Refinancing Operations, LTROs) son operaciones temporales de inyección de liquidez, inicialmente, con vencimiento a 3 meses y fueron pensadas para proveer financiación adicional a más largo plazo a las entidades de contrapartida.

Por su parte, las Facilidades Permanentes se diseñaron para drenar e inyectar liquidez al Eurosistema, además de controlar los tipos de interés del mercado a un día. Dentro de las Facilidades Permanentes, se incluyeron la Facilidad Marginal de Crédito y la Facilidad de Depósito. Las primeras son operaciones temporales y permiten obtener liquidez a un día a las entidades de los bancos centrales nacionales contra activos de garantía. Las operaciones de Facilidad de Depósito permiten crear depósitos a un día en los bancos centrales nacionales.

Este esquema inicial se amplió a partir de la crisis financiera de 2007, cuando el BCE comenzó a introducir medidas de política monetaria “no convencional”. Según Arce, Nuño y Thomas (2017) estas medidas trataban de restaurar la transmisión de la política monetaria y, además, a partir de 2014, en un marco de clara desaceleración del crecimiento económico, trataban de expandir la cantidad de dinero en la Eurozona. Estas medidas “no convencionales” consistieron en ampliar las OFMLP (LTROs) y en iniciar la compra de activos a través del Programa del Mercado de Valores (Asset Purchase Program, APP). En este trabajo vamos a centrarnos en estos dos tipos de operaciones, para comparar la respuesta monetaria que el BCE dio a la crisis financiera de 2007 y a la crisis originada en la pandemia Covid en 2020.

El Cuadro 2.1 reconstruye la cronología de las medidas de política monetaria no convencional tomadas como respuesta a esa crisis entre 2009 y 2013, a partir de la información que figura en la página oficial del Banco Central Europeo. El Cuadro 2.2 reconstruye la cronología para el período 2014-2018 a partir del estudio de Arce (2019).

Por lo que respecta a las Operaciones de Financiación a Más Largo Plazo, para proveer de liquidez a los bancos, en diciembre de 2011, se aprobaron dos nuevas operaciones, cuyo vencimiento era a 36 meses, más la opción de amortización anticipada al cabo de 1 año. Y, asimismo, se aumentó la disponibilidad de garantía. En junio de 2014 las TLTROs (Targeted LTROs), las cuales son operaciones de financiación a más largo plazo con un objetivo específico. En marzo de 2016, se reintrodujeron las TLTROs como TLTROs II. En este caso, el plazo de las operaciones contemplaba plazos de vencimiento de hasta cuatro años. El objetivo de fijar objetivos específicos era evitar que las instituciones financieras obtuvieran créditos que empleaban en comprar títulos de deuda pública o, simplemente, en depositarlos en el Banco Central Europeo, sin usar esos fondos para dar créditos al sector privado de la economía (hogares y empresas).

En relación a la adquisición de valores, en el año 2009, concretamente en julio, se inició un programa de compra de bonos garantizados (Covered Bond Purchase Programme, CBPP1). El objetivo de este programa era reactivar el mercado de este tipo de instrumentos, ya que se trata de un mercado financiero muy importante en Europa y una fuente de financiación para las entidades de crédito. Seguidamente, en mayo de 2010, se produjo la adquisición de valores en el contexto del Programa para los Mercados de Valores (Programme Stock Market, PSM), con el fin de intervenir en los mercados de deuda pública y privada de la zona euro. Por otro lado, en junio de ese mismo año, se puso fin al programa de compra de bonos garantizados, tras alcanzar los 60.000 millones de euros. En noviembre de 2011, se inició el segundo programa de compra de bonos garantizados (CBPP2), finalizando este mismo en octubre de 2012 tras alcanzar la cifra de 16.400 millones de euros. En septiembre de 2012, se puso en marcha las operaciones monetarias simples, finalizando a su vez el PSM.

Cuadro 2.1. Medidas de política monetaria no convencional del Banco Central Europeo (2009-2014).

MEDIDAS	JULIO 2009	MAYO 2010	JUNIO 2010	NOVIEMBRE 2011	DICIEMBRE 2011	SEPTIEMBRE 2012	OCTUBRE 2012
<b>Operaciones Financiación Más Largo Plazo (OFMLP) Long-Term Refinancing Operations (LTRO)</b>					<ul style="list-style-type: none"> <li>-Se suspenden las operaciones de ajuste realizadas el último día de cada periodo de mantenimiento.</li> <li>-Se reduce el coeficiente de reserva al 1%</li> <li>-Llevar a cabo 2 operaciones de financiación a más largo plazo (OFMLP) con vencimiento a 36 meses, más opción de amortización anticipada al cabo de 1 año.</li> <li>-Aumento de la disponibilidad de garantía.</li> </ul>		
<b>Programa Mercado Valores (PMV) Asset Purchase Program (APP)</b>	Inicio programa de compra de bonos garantizados (CBPP1) (Covered Bond Purchase Programme)	Adquisición de valores en el contexto del Programa para los Mercados de Valores (PSM, Programme Stock Market)	Fin del programa de compra de bonos garantizados (CBPP1) tras alcanzar 60 billones de euros.	Inicio del 2º programa de compra de bonos garantizados (CBPP2)		Inicio de operaciones monetarias simples, y el fin de PSM	Fin del programa CBPP2 tras alcanzar 16.400 millones de euros.

Fuentes: Elaboración propia a partir de [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)



Cuadro 2.2. Medidas de política monetaria no convencional del Banco Central Europeo (2014-2018).

MEDIDAS	JUNIO 2014	ENERO 2015	MARZO 2015	JUNIO 2016	ABRIL 2017	ENERO 2018	OCTUBRE 2018	DICIEMBRE 2018
<b>Operaciones Financiación Más Largo Plazo (OFMLP) Long-Term Refinancing Operations (LTRO)</b>	Introducción de TLTROs (Targeted LTROs), OFMLP con objetivo específico.		Reintroducción de TLTROs, como TLTROs II.					
<b>Programa Mercado Valores (PMV) Asset Purchase Program (APP)</b>		Activación de "APP" con adquisición de bonos públicos y privados por 60 mm euros mensuales con sucesivas ampliaciones de la cuantía.		Ampliación de tipos activos elegibles incluyendo bonos corporativos a través del Corporate Sector Purchase Program (CSPP).	Reducción de compra de activos hasta 60 mm euros.	Reducción de compra de activos hasta 30 mm euros.	Reducción de compra de activos hasta 15 mm euros.	Fin de la compra de activos financieros dentro del programa "APP".

Fuentes: Arce, Nuño y Thomas (2019) y elaboración propia a partir de [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

En el periodo 2014-2018, cabe destacar la activación del Programa de Mercado de Valores (PMV), en enero de 2015, junto con la adquisición de bonos públicos y privados por 60 mil millones de euros reduciéndose a 30 mil millones de euros y posteriormente a 15 mil millones de euros, en enero y octubre de 2018, respectivamente, para finalmente, poner fin a la compra de activos financieros dentro del programa "APP" (Asset Purchase Program).

De acuerdo con Pablo Hernández de Cos, actual gobernador del Banco de España, la política macro-prudencial, la cual pretende evitar que los riesgos afecten de forma generalizada al sistema financiero o se conviertan en sistémicos, que es bien dirigida, puede contrarrestar parte de los problemas surgidos durante la crisis financiera

internacional, como las burbujas financieras, de tal manera, que la política monetaria del Banco Central Europeo pueda seguir ejerciendo un papel expansivo sin preocuparse tanto sobre los potenciales efectos colaterales.

Esta política macro-prudencial puede aumentar el margen de maniobra de la política monetaria como, por ejemplo, ha ocurrido en los últimos diez años, en los que el BCE ha tenido que estar luchando contra un entorno de baja inflación e incluso deflación, y esto ha obligado a mover los tipos de interés y desarrollar mecanismos de compra de activos, como se ha comentado anteriormente. Esta expansión monetaria, puede potencialmente generar un apetito por el riesgo por parte de los inversores, que acabe generando problemas de estabilidad financiera.

Así pues, la política monetaria del BCE depende de la estabilidad financiera, es decir, en un contexto de recesión como ocurrió en la crisis de 2008, con una política monetaria expansiva, siendo los niveles de solvencia bancaria insuficientes, el mecanismo de transmisión de la política monetaria no resulta efectiva, por lo que la estabilidad financiera resulta ser un requisito.

Por lo tanto, los aumentos generados en los tipos de interés durante esta etapa debido a las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo, supusieron una ayuda para mitigar los riesgos en el entorno de la estabilidad financiera.

### 3. Medidas de política no convencional del Banco Central Europeo ante la pandemia.

Las medidas tomadas por el BCE ante la crisis del Covid-19 se han centrado en sus programas de compras de activos, APP y PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme, por sus siglas en inglés) y en sus operaciones de financiación a largo plazo, LTRO, TLTRO-III y PELTRO, (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations). Estas medidas tienen tres objetivos: primero, garantizar que la orientación general de su política monetaria fuese lo suficientemente acomodaticia; segundo, apoyar la estabilización de los mercados financieros para salvar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, y tercero, proporcionar una amplia liquidez, en especial para mantener la provisión de crédito bancario.

El 12 de marzo de 2020, poco después de proclamarse el estado de alarma, el BCE decidió aplicar condiciones más favorables a todas las operaciones TLTRO-III vigentes, que perseguían incentivar la concesión de crédito a los agentes más afectados, en particular a las pequeñas y medianas empresas y, a los trabajadores autónomos.

Por otro lado, decidió llevar a cabo las operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés) con vencimiento el 24 de junio de 2020 y, cuyo objetivo era ofrecer financiación “puente” a los bancos comerciales hasta esa fecha, en la cual tendría lugar la subasta de junio del programa TLTRO-III, alcanzando una cifra de 1,3 billones de euros adjudicados a los bancos de la zona euro. Un mes después, el 30 de abril, el BCE introdujo 7 nuevas operaciones de financiación a más largo plazo de emergencia (PELTRO). Dichas operaciones tienen un coste superior a las TLRO y las TLTRO-III, ya que su utilización es únicamente en situaciones excepcionales, siendo la TLTRO-III el principal instrumento de transmisión del estímulo monetario del BCE a los bancos.

En relación con la compra de activos, el 12 de marzo de 2020 se llevó a cabo la compra neta de activos adicionales por un valor de 120 mil millones de euros, hasta finales de 2020 y cuyo objetivo era la mejora de las condiciones de financiación en los mercados financieros mediante la reducción de los tipos de interés de los valores de deuda pública y privada.

Seis días después, se procedió al programa de compras excepcionales (PEPP), con una cifra de 720 mil millones de euros, hasta finales de año, dado el anuncio de confinamientos de varios países, entre ellos, España. La diferencia entre el APP y el PEPP es que, en este último, las compras se realizan de manera flexible, por lo que se permiten fluctuaciones en su distribución, tanto a lo largo del tiempo, como por jurisdicciones, o tipos de activo. Además, el 4 de junio, se incrementó en 600 mil millones de euros el programa de compras excepcionales, extendiéndolo hasta final del 2021. Así mismo, se anunció que se reinvertiría como mínimo hasta finales de 2022 el principal de los valores adquiridos según vayan venciendo.

El 10 de diciembre, se tomó la decisión de ofrecer en 2021, cuatro operaciones adicionales de financiación a plazo más largo de emergencia (PELTRO) frente a la pandemia, las cuales se adjudicarán trimestralmente, con un plazo de un año. Estas operaciones tienen como objetivo proporcionar un mecanismo de respaldo de la liquidez para mantener el buen funcionamiento de los mercados monetarios durante el periodo prolongado de la

pandemia, y se efectuarán mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena y se ofrecerá con condiciones acomodaticias. El tipo de interés será 25 puntos básicos por debajo del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

En segundo lugar, ha decidido incrementar la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en 500 mil millones de euros hasta un total de 1.850 mil millones de euros. También ha ampliado el horizonte de las compras netas en el marco del PEPP al menos hasta final de marzo de 2022.

Cuadro 3.1. Medidas de política monetaria adoptadas por el BCE para combatir el impacto del Coronavirus. (2020)

Medidas	12 marzo	18 marzo	30 abril	4 junio	10 diciembre
Operaciones Financiación Más Largo Plazo (OFMLP)	-TLTRO-III en condiciones más favorables  -LTRO: 12 operaciones adicionales como puente, con vencimiento en junio de 2020.		-TLTRO-III: mejora de las condiciones durante el periodo de crisis.  -PELTRO: 7 operaciones excepcionales con vencimiento en 2021.		-Incremento de 4 operaciones adicionales de financiación a más largo plazo.  -Ampliación en 12 meses de TLTRO III.
Compra de activos	-(APP) Compra neta de activos adicionales por 120 mm euros hasta finales de 2020.	-(PEPP) Programa de compras excepcionales dotado de 750 mm euros hasta finales de 2020.		-(PEPP) Incremento por valor de 600 mm euros adicionales y extendido hasta finales de 2021. Reinversión como mínimo hasta finales de 2022.	-Incremento de la dotación de (PEPP) en 500mm euros.

Fuentes: Arce, Nuño y Thomas (2020) y elaboración propia a partir de [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

#### 4. Reacción de los tipos de interés de la deuda soberana española a los programas de adquisición de activos.

En los anteriores epígrafes, hemos visto como parte de las medidas de política monetaria no convencional, tanto después de la crisis financiera como después del estallido de la epidemia, se ha instrumentado a través de la compra de activos públicos (títulos de deuda) y también privados. El objetivo de esas compras era evitar la subida de los tipos de interés. La razón es que el tipo de interés de la deuda pública condiciona el de la financiación de las empresas y las entidades financieras en los mercados de capitales y, a su vez, el coste de financiación de los bancos condiciona el coste de financiación de las pequeñas empresas y hogares, pues los costes del crédito bancario están ligados a los costes de financiación de los propios bancos, por lo que estos últimos acaban afectando al de las pequeñas empresas y hogares, quienes recurren a los préstamos.

El Banco Central asume, mediante la compra de activos, parte del riesgo de duración que existe en el mercado de valores, lo cual conlleva a la reducción de los tipos de interés. Además, el precio de dichos activos es afectado por el aumento de riesgo de impago. Tras la ampliación del APP, se vio aumentada la extracción de los riesgos, incrementando así el volumen de emisiones de deuda.

Tal y como se muestra en el gráfico 4.1, los tipos de interés de la deuda soberana española se dispararon a partir de 2010, duplicándose entre diciembre de 2009 y junio de 2012, alcanzando su máximo en julio de 2012. Las razones para ese empeoramiento en las condiciones de financiación de la deuda pública española pueden resumirse en lo siguiente.

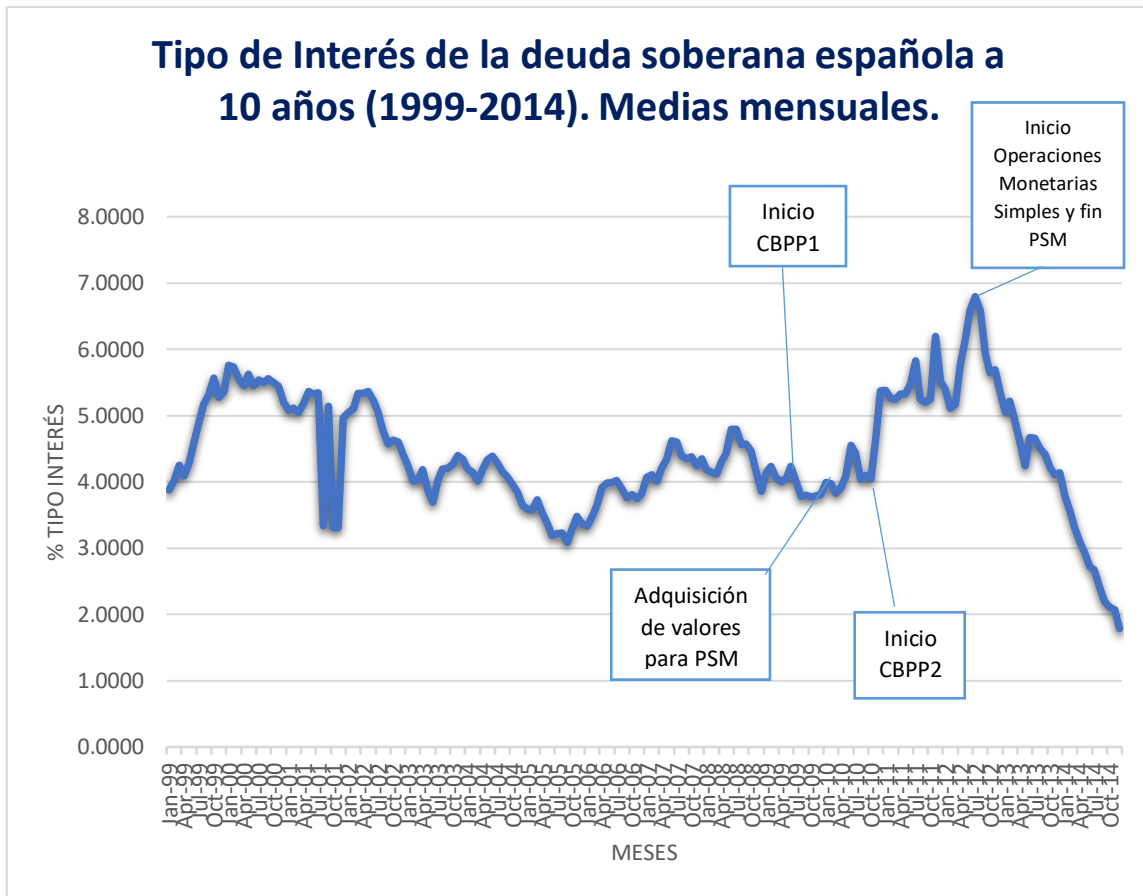
De acuerdo al Informe Anual del BCE (2012), tras la creación de la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea (UEM), algunos países miembros experimentaron una fuerte reacción del coste de financiación y aumentaron el endeudamiento exterior. El tipo de cambio real se apreció, por lo que los países con mayores tasas de inflación vieron resultados muy expansivos sobre el consumo, la inversión y la inflación inmobiliaria, por lo que se generaron grandes déficits exteriores.

El desarrollo de la crisis determinó en 2012 la evolución económica de la zona euro, intensificándose las tensiones en los mercados de capitales y la fragmentación financiera dentro del área. A la crisis bancaria y de deuda soberana en marcha, se sumó una crisis

de balanza de pagos en algunos países de la zona del euro, que se enfrentaron a restricciones a la financiación exterior y a salidas de capital. Para paliar esta grave situación, sus sistemas bancarios tuvieron que apelar de manera creciente a la financiación del Eurosistema. En el caso de España, los inversores mostraron una preocupación creciente por la salud del sistema financiero, lo que se sumó al debilitamiento económico y a las dudas sobre los objetivos fiscales. A resueltas de ello, y como se puede apreciar en el Gráfico 4.1, el tipo de interés de la deuda soberana española se disparó.

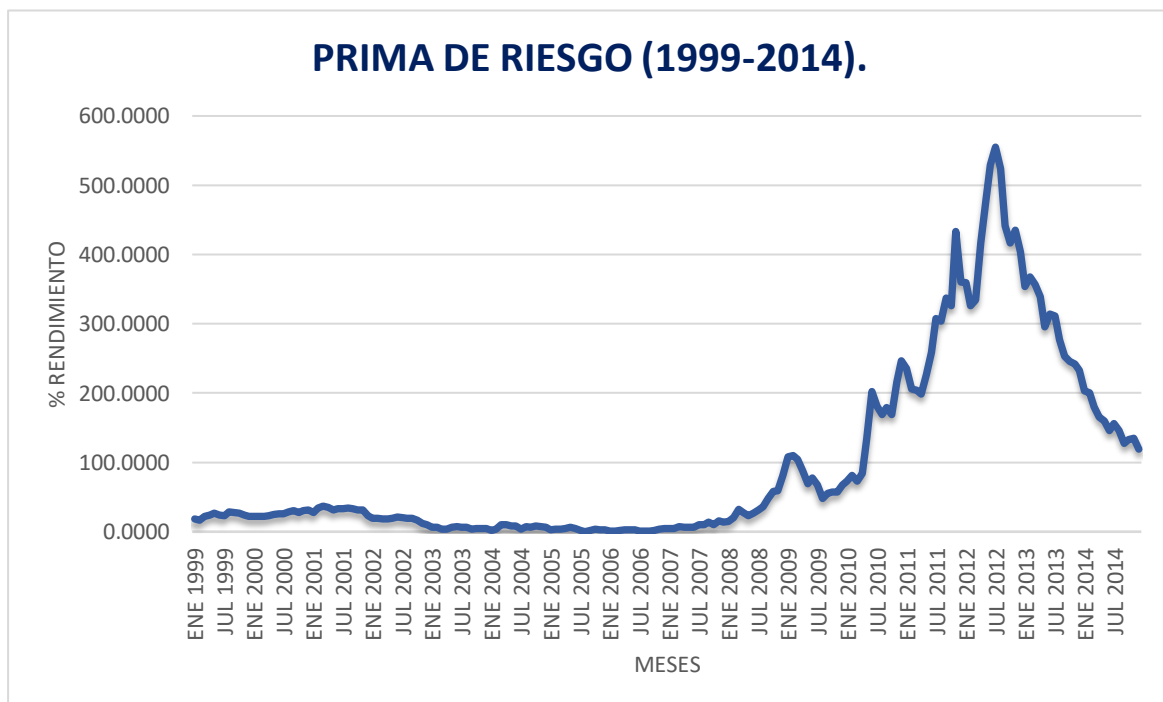
Este interés no se redujo hasta que el BCE, decidió en el año 2012 adoptar una orientación muy expansiva de la política monetaria que conllevó, entre otras, una reducción adicional de los tipos oficiales en julio, hasta situar el de las operaciones principales de financiación (OPF) en el 0,75 %. Aunque lo decisivo fue el anuncio del programa de operaciones simples, tal y como puede observarse en dicho gráfico, para que se registrara una espectacular caída del tipo de interés del bono a 10 años. Ello conllevó una mejora en las condiciones de acceso a la financiación por parte del sistema bancario.

Gráfico 4.1.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos disponibles en [www.bde.es](http://www.bde.es)

Gráfico 4.2.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos disponibles en [www.bde.es](http://www.bde.es)

Tras el anuncio del programa CBPP1, en julio de 2009, los tipos de interés de la deuda pública española se mantuvieron constantes hasta marzo de 2010 con la adquisición de valores para el programa PSM, tras la cual, los tipos de interés comenzaron a mostrar una tendencia creciente. Mientras, la prima de riesgo mostraba un trayecto similar. Se produjo un leve aumento de esta en julio de 2009, para posteriormente incrementarse de forma notable.

Una vez se inició el programa CBPP2, los tipos de interés se elevaron hasta registrar un pico, en octubre de 2011. En el caso de la prima de riesgo, ocurrió lo mismo, registró un pico de 433 puntos básicos de rentabilidad. Sin embargo, el pico más alto alcanzado en estos catorce años tanto por los tipos de interés como de la prima de riesgo, fue en julio del año 2012, registrando un valor casi del 7% y 555 puntos básicos respectivamente.

A raíz del anuncio del programa de operaciones monetarias simples, los tipos de interés de la deuda pública española se desplomaron y, con ellos, la prima de riesgo soberana, medida ésta como la diferencia entre el rendimiento del bono español a diez años y el del bono alemán, considerado el más seguro de la eurozona. En el gráfico 4.2 se muestra la fuerte reducción de la prima de riesgo de la deuda soberana española tras dicho anuncio.

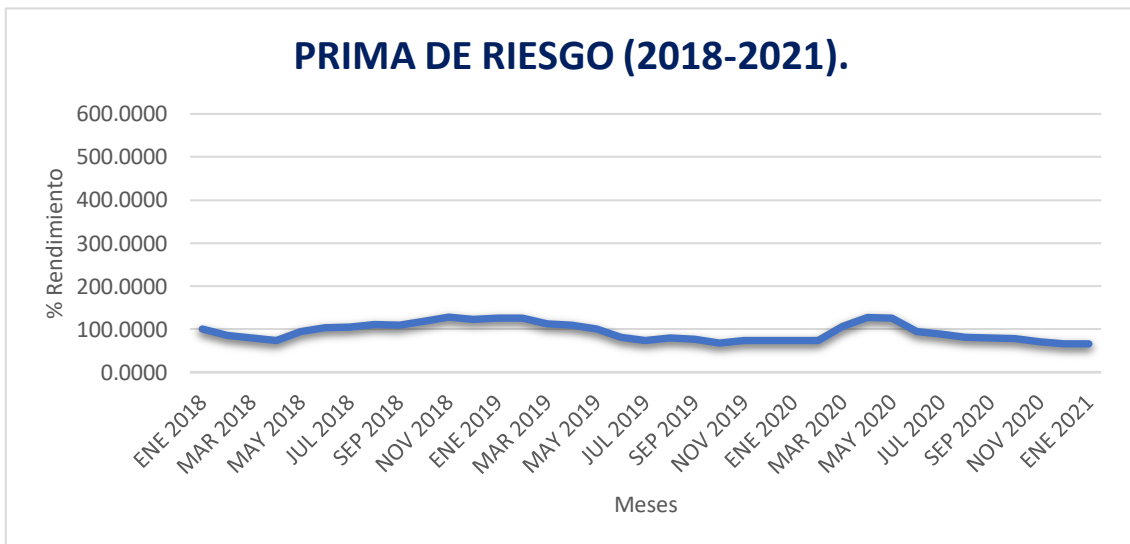


Gráfico 4.3.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos disponibles en [www.bde.es](http://www.bde.es)

Gráfico 4.4.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos disponibles en [www.bde.es](http://www.bde.es)

Con el inicio de la pandemia, la reacción del BCE fue ágil y decidida. Se procedió a la compra de activos adicionales por 120 mil millones de euros y la puesta en marcha de PEPP con 720 mil millones de euros, de esta forma, como muestra el Gráfico 4.3, se produjo un leve incremento del tipo de interés que se mantuvo durante los dos meses siguientes. Desde entonces, se puede apreciar un continuo descenso hasta diciembre de 2020, alcanzando el pico más bajo, con una cifra de 0,0422%. Por este mismo motivo, se explica la reducción de la prima de riesgo.

En abril de 2020, el tipo de interés se ve incrementado y alcanza el 0.82%, producido por las acciones del BCE con la compra de activos adicionales por 120 mil millones de euros y el inicio del programa “PEPP”, repercutiendo en la prima de riesgo que también se ve hasta una cifra de los 127 puntos básicos. A inicios del 2021, se ha reducido a 66 puntos básicos, conforme el tipo de interés se reducía a un 0.0422%. A menor tipo de interés, menor prima de riesgo.

De acuerdo con Aguilar, Arce, Hurtado, Martínez-Martín, Nuño y Thomas (2020), la ampliación en diciembre del fondo para el programa de compras frente a la pandemia, tuvo un impacto sobre los mercados financieros mayor que el anuncio inicial del PEPP, produciendo un impacto positivo sobre el IBEX-35.

En tercer lugar, reajustar las condiciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). En concreto, ha decidido ampliar en doce meses, hasta junio de 2022, el período durante el que se aplicarán condiciones considerablemente más favorables. Tres operaciones adicionales se efectuarán también entre junio y diciembre de 2021. Además, ha decidido aumentar el importe total que las entidades de contrapartida podrán obtener mediante operaciones TLTRO III, desde el 50 % hasta el 55 % de sus préstamos computables.

En resumen, las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE han tenido un efecto estabilizador en los mercados financieros y en la economía de la zona del euro y de España. La actuación del BCE ha contribuido a suavizar las condiciones financieras en todos los países, y de esta forma evitar la aparición de círculos de retroalimentación adversos entre mercados financieros y la economía real y, por tanto, de que se reprodujeran las primas de riesgo que hemos visto como respuesta a la unión financiera que estalló en 2008.

En este sentido, resulta alentador que Christine Lagarde, la actual presidenta del Banco Central Europeo, haya dado una conferencia de prensa explicando aquellas decisiones llevadas a cabo por el BCE frente a la crisis de la COVID-19 (Banco Central Europeo. Dirección General de Comunicación, 11 marzo 2021) y, sobre todo, confirme su voluntad de mantener el apoyo en el futuro. Así, ha confirmado que seguirán efectuando compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) con una dotación total de 1.850 mm de euros al menos hasta el final de marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus haya terminado.

Por otro lado, continuarán reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2023. Además, las compras netas en el marco del programa de compras de activos (APP) continuarán a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros. También tendrán la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que se comiencen a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Finalmente, el Consejo de Gobierno ha decidido mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, por lo que se espera que continúen en los niveles actuales o, en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación.

## 5. Conclusiones.

En opinión de Alcalá (2020), hay grandes diferencias entre ambas crisis, pero también similitudes. Una primera diferencia está en la causa original de la crisis actual comparada con la de la Gran Recesión, siendo una de oferta y otra de demanda, respectivamente. De acuerdo con el Informe Anual del Banco de España (2008), la Gran Recesión fue sistémica y su desencadenante se basa en el incremento de las deudas privadas de las grandes empresas y la burbuja especulativa sobre los precios de los activos financieros, con la consiguiente quiebra del banco *Lehman Brothers*. La crisis financiera internacional generó un endurecimiento de las condiciones de financiación de la economía española, un deterioro de la confianza de los agentes y la caída de la riqueza de las familias, desencadenando una desaceleración del crédito y un retroceso en la demanda interna. Son estas las razones por las que la crisis del año 2008 es catalogada como crisis de demanda.

Por el contrario, la actual crisis de la COVID-19 es cíclica y fue provocada por el parón repentino de la economía para hacer frente a la emergencia sanitaria, colapsando tanto la demanda como la oferta.

Sin embargo, los tres mecanismos de propagación y amplificación de sus efectos pueden actuar de modo similar. Los canales de propagación son la restricción del crédito y las cadenas de impagos entre empresas, el desempleo, la caída de la demanda y el deterioro de las expectativas de los agentes económicos. Debido a estos mecanismos de propagación, la crisis actual podría adquirir, en una segunda fase, aspectos muy similares a los de la Gran Recesión. Sin embargo, en la crisis provocada por la COVID-19, a diferencia de la crisis del 2008, el sistema bancario presenta una solidez patrimonial mayor. A su vez, el BCE está facilitando mayor liquidez a los bancos con el fin de que sea trasladada a las empresas y familias. De hecho, como se ha podido comprobar a partir de los datos y cálculos aportados en los anteriores epígrafes, las medidas han sido tomadas por el BCE de manera mucho más rápida en la crisis de la COVID-19 y de una forma más contundente.

En julio de 2009, tras el inicio de la Gran Recesión, se inició el programa CBPP1, aunque la prima de riesgo española se incrementó paulatinamente. La adquisición de valores en el programa PSM que se llevó a cabo en mayo de 2010 no recondujo la prima de riesgo. En noviembre de 2011 se inició el programa CBPP2, pero la prima de riesgo seguía manteniendo su tendencia creciente. No fue hasta las medidas tomadas entre septiembre y octubre de 2012, con el inicio de las operaciones monetarias simples, el fin del programa PSM y del programa CBPP2 tras alcanzar los 16.400 millones de euros, que el tipo de interés y la prima de riesgo empezaron a descender ambos de manera notable.

Sin embargo, las medidas tomadas en la crisis actual de la COVID-19 han sido distintas. En marzo de 2020, con la compra neta de activos adicionales por 120 mil millones de euros y el inicio del programa PEPP, el tipo de interés de la deuda soberana española se vio incrementado levemente, mientras la prima de riesgo registraba un valor de 127 puntos básicos. Entre junio y diciembre de 2020, se llevó a cabo el incremento consecutivo del programa PEPP por 600.000 millones de euros y posteriormente por 500.000 millones de euros. Esto hizo que el tipo de interés comenzase a descender hasta alcanzar en diciembre el menor valor del año 2020, un 0,0422%. La prima de riesgo mostró el mismo comportamiento, reduciéndose hasta los 66 puntos básicos, cifra más baja de todo el año.

Durante la Gran Recesión, el tipo de interés y la prima de riesgo mantuvieron una tendencia creciente durante los años en los que el Banco Central aplicó las medidas. Por el contrario, en la actual crisis, el tipo de interés y la prima de riesgo comenzaron con una tendencia creciente, para finalizar el año 2020 con una tendencia decreciente, reflejando la mayor celeridad y contundencia en sus decisiones de intervención.

Cabe destacar que las conclusiones son coherentes con los objetivos abordados en el trabajo dado que hemos resaltado los aspectos en los que difiere una crisis de oferta y una crisis de demanda, así como los efectos producidos sobre el tipo de interés y la prima de riesgo.

Por otro lado, el trabajo realizado tiene utilidad en el ámbito laboral y/o empresarial debido a los aspectos en los que podría verse implicada una empresa o trabajador en cuanto a la variación de las variables como el tipo de interés, por ejemplo, a la hora de solicitar un préstamo. Como ya se ha comentado en la introducción del trabajo, el mismo es de gran utilidad en todos los ámbitos debido al tema que aborda, ya que las situaciones de crisis en un país, afectan de una forma u otra a todos los agentes, públicos y privados.

Finalmente, respecto a las dificultades o limitaciones encontradas a la hora de realizar el estudio, han sido muy escasas. Entre ellas cabe destacar la actualización constante de información, ya que parte del trabajo se basa en la situación actual, lo cual conlleva a prestar atención constante a las publicaciones y comunicados que el Banco Central Europeo lleva a cabo, así como los datos necesarios para la elaboración de los gráficos, dado que se tratan de datos muy actuales.

Desde mi punto de vista, la actuación del BCE ante la pandemia ha sido rápida y eficaz, y en parte, ha sido gracias a la experiencia obtenida tras la crisis del 2008. Tras la Gran Recesión, el BCE pudo observar aquellas actuaciones y medidas adoptadas que no surgieron de gran ayuda para la superación o menor impacto de la misma. En la crisis de la COVID-19, las medidas llevadas a cabo han resultado ser efectivas y de gran ayuda a la hora de paliar los efectos de esta.

Tras hacer una comparación entre una crisis de oferta y una crisis de demanda, cabe destacar que la recuperación será más rápida en la crisis de oferta, es decir, en la crisis del año 2020, y esto es debido principalmente a la actuación del BCE ya comentada anteriormente. Por otro lado, también es importante destacar el impacto de una anulación en la oferta de crédito por parte de los bancos a las empresas y los hogares, ocurrido en

el año 2008, es mayor que el parón en la producción por un determinado periodo de tiempo, en la actual crisis. Una vez finalizada la pandemia, la economía se verá reactivada por la demanda. En este caso, los fallos cometidos en la Gran Recesión han servido como aprendizaje para futuras crisis económicas en la zona del euro.

## 6. Bibliografía

### PUBLICACIONES OFICIALES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO.

- Banco Central Europeo (2011). *La política monetaria del BCE*.
- Banco Central Europeo (2012). *Informe Anual 2012*.
- Banco Central Europeo (2019). *La política monetaria del eurosistema*.
- Banco Central Europeo (2020). *La respuesta de la política monetaria del BCE*.
- Carbó, S., Rodríguez, F. (2020). *Cuadernos de información económica. Sector financiero y economía real ante el COVID-19: situación y perspectivas para el otoño*.
- Banco Central Europeo (2020). Notas de prensa. *Decisiones de política monetaria*.

### PUBLICACIONES OFICIALES DEL BANCO DE ESPAÑA.

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

### OTRAS PUBLICACIONES.

- Aguilar, P., Arce, Ó., Hurtado, S., Martínez-Martín, J., Nuño, G., Thomas, C. (2020). *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis de la COVID-19*. Papeles de Economía Española, 165.
- Jordá, Ó. (2020). *Las secuelas de la pandemia de la COVID-19*. Papeles de Economía Española, 165.
- Alcalá, F. (2020). *¿En qué es diferente la crisis económica del Coronavirus de la Gran Recesión?* IVIEExpress nº 5. (2020).
- Conferencia del Gobernador del Banco de España, Pablo Hernández de Cos. Facultad de Economía y Empresa, Universidad de Zaragoza, 27 de abril de 2021.