



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Máster

La política monetaria en la zona euro: evolución e
impacto de una década

Monetary policy in the euro area: evolution and
impact of a decade

Autora

Norka García Paz

Directora

Sara Barcenilla

Universidad de Zaragoza

Facultad de Economía y Empresa

2019

ÍNDICE DE CONTENIDO

Resumen	0
Abstract	0
1 - Introducción: La revolución de la Política Monetaria.....	1
2 - La crisis del 2007, clave para la economía europea	2
2.1 - La Gran Recesión Europea.....	2
3 - La respuesta de la política monetaria.....	3
3.1 - Política monetaria convencional	3
3.1.1 - Evolución de los tipos en los últimos años	4
3.1.2 Aplicación de los tipos de interés en la actualidad.....	5
3.2 - Política monetaria no convencional	7
3.2.1 – Evolución de las medidas no convencionales.....	8
3.2.2 – Apoyo de las políticas no convencionales	10
4 - El impacto de la política monetaria	11
4.1 - El impacto de la política monetaria en la eurozona	12
4.1.1 – Prima de riesgo. el impacto en los tipos de interés.....	12
4.1.2 – El crecimiento en la Eurozona. PIB.....	13
4.1.3 - La inflación en la Eurozona	21
4.2 - El impacto en España	27
4.2.1 - Tipos de interés en España, ¿demasiado bajos?.....	28
4.2.3 – Expectativas de crecimiento en España.....	29
4.2.4 – Inflación española, evolución y perspectivas	30
5 - El futuro de la política monetaria	31
5.1- Últimas noticias de los tipos de interés	34
5.2 - Quantitative easing, proyecciones	36
6 - Conclusiones generales	38
Bibliografía.....	40

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo I: Los pilares de la estrategia monetaria del BCE	1
A - El análisis económico.....	1
B - El análisis monetario	1
Anexo II: Mecanismo de transmisión	3
Anexo III: Política monetaria convencional	5
A - Operaciones de mercado abierto (OMAS).....	5
A.1 - Operaciones principales de financiación.....	6
A.2 - Operaciones de financiación a más largo plazo	6
A.3 - Operaciones de ajuste.....	6
A.4 - Operaciones estructurales.....	6
B - Facilidades Permanentes.....	6
B.1 - Facilidad marginal de crédito	7
B.2 - Facilidad de depósito	7
C - Reservas mínimas	7
Anexo IV: Política monetaria no convencional	8
A - Facilidad de crédito ampliada.....	8
B - Quantitative easing	9
C - Forward guidance	9
Anexo V: Teoría de Taylor	11
Anexo VI: Balance consolidado del BCE	13
Anexo VII: Proyecciones del Banco de España	15
Anexo VIII: El camino de la FED hacia la normalización	16
Anexo IX: Diferencias entre la FED y el BCE en la crisis	17

RESUMEN

El presente documento recoge el Trabajo de final del Máster de Auditoría impartido en la Universidad de Zaragoza. El objeto de análisis de dicho trabajo se basará en algunos de los aspectos más relevantes que se han venido impartiendo en la asignatura de Economía.

El análisis realizado a lo largo del trabajo versará sobre la política monetaria que se ha venido aplicando en los últimos años, pasando por un breve recorrido desde el comienzo de la crisis sufrida en la Eurozona en el año 2007 y haciendo mayor hincapié en los sucesos del momento actual, cuando el Banco Central Europeo se encuentra ante una encrucijada en la que se debate entre mantener una política excesivamente laxa o retomar un camino más convencional bajo el riesgo de que ello provoque la recaída de la economía europea en otra crisis.

ABSTRACT

The present document compiles the Auditing Master's final dissertation. The object of analysis of this work will be based on some of the most relevant aspects that have been taught in the subject of Economics.

The analysis carried out during the course of the work will focus on the monetary policy that has been applied since the beginning of the crisis suffered in the Eurozone in 2007 until the current moment when the European Central Bank is at a crossroads where there is a debate between maintaining an excessively lax policy or returning to a more conventional path under the risk that this will cause a relapse in the economy.

1 - INTRODUCCIÓN: LA REVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Se ha consolidado como, ya, un hito en la historia económica la acusada crisis financiera que dio lugar a una gran recesión en la mayoría de las economías desarrolladas. Esta etapa, llena de incertidumbre y decisiones tan controvertidas como arriesgadas, ha supuesto, del mismo modo, el comienzo de una etapa de indudable innovación en política monetaria. La situación que ha vivido la eurozona en esta última década ha sido tan precaria que ha obligado a las grandes instituciones, entre ellas el Banco Central Europeo (BCE), a hacer uso de técnicas novedosas hasta el momento, las cuales engloban no solo un amplio estudio de la economía sino el coraje de enfrentarse a un escenario nunca visto en la política monetaria.

Sin menospreciar el innegable sufrimiento acontecido en los países integrantes de la Unión Económica Monetaria, las decisiones tomadas por el BCE han conseguido frenar, la que parecía imparable decadencia de la economía europea e incluso estabilizarla, aparentemente, en estos últimos años. No por ello pueden despreocuparse los dirigentes de la política monetaria, pues, a pesar de que se haya conseguido cierta calma, Europa convive con una economía resacosa que podría ceder ante cualquier estímulo negativo, recayendo con gran ímpetu en la recesión de la que, tan apenas, acabamos de escapar.

Vivimos, por tanto, en una época en la que el BCE está descubriendo retos cuya complejidad se acerca peligrosamente a los hallados una década atrás. La batería de medidas empleadas para rescatar a una temblorosa Europa debe comenzar a disiparse, pero, a la vista de los poco alentadores indicadores económicos, esto podría desencadenar en una catástrofe de la que nadie querría ser responsable. El camino a la normalización de la política monetaria será, por tanto, una carrera de fondo en la que sortear varios obstáculos.

A lo largo del presente documento se realizará un análisis detallado de las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria en estos últimos años, así como la evolución de agregados macroeconómicos como son el PIB y la inflación. La estructura del trabajo comenzará con una breve recopilación de lo sucedido en la crisis originada en el 2007 en Europa para continuar con la respuesta que se dio por parte del BCE en materia de política monetaria, tanto convencional como no convencional (a ésta última se le dedicará un apartado específico dada su relevancia). Tras esto se dará paso al análisis sobre el impacto

de las decisiones monetarias sobre Europa y algunos aspectos a señalar en España. Por último, se realizará una compilación de las previsiones que se tienen de cara a los próximos años en materia monetaria

2 - LA CRISIS DEL 2007, CLAVE PARA LA ECONOMÍA EUROPEA

Con el objetivo de contextualizar el área que se va a trabajar a lo largo del documento, el presente epígrafe consistirá en un breve recorrido de la crisis desencadenada en el 2007 así como el nacimiento de la política monetaria no convencional que nos ha traído hasta las controversias actuales.

2.1 - LA GRAN RECESIÓN EUROPEA

Los años precedentes al 2005 se habían definido con unos bajos tipos de interés motivado por la ausencia de riesgos inflacionistas. Fue precisamente esta política tan expansiva la que favoreció la formación de la conocida burbuja inmobiliaria y de esta manera propició el aumento del consumo en los hogares y la inversión de las empresas.

Ante el nuevo escenario de gasto desenfrenado de los agentes el BCE quiso anticiparse a las tensiones inflacionistas acrecentando los tipos de interés en el año 2005 y aumentándolos progresivamente durante los meses posteriores debido a la subida de precios de las materias primas y el petróleo, llegando a alcanzar un cuatro por ciento a mitad del año 2007. El panorama en el mercado financiero afectó notablemente a los agentes más endeudados y provocó la ruptura de la burbuja inmobiliaria de manera que la crisis financiera se trasladó velozmente a las economías domésticas y a las empresas dando como resultado una fuerte caída en el PIB y el empleo, entrando, por tanto, en una gran recesión.

La situación a la que se había llegado requería con urgencia la intervención de una política monetaria expansiva. Si bien es cierto que el objetivo principal del BCE es el de la estabilidad de precios, cuando la situación económica pone a esta institución ante una crisis debe de cambiar el rumbo de su objetivo de manera que su acción permita a las economías afectadas mantenerse. En el caso de la crisis originada en el año 2007 la prioridad era conseguir cierta estabilidad financiera para garantizar el sostenimiento del crecimiento. Por ello, la primera reacción que tuvo el BCE fue la de inyectar la liquidez

necesaria con la intención de evitar el inminente colapso de las principales instituciones financieras de una manera generalizada, de manera que, habiendo garantizado este mínimo de liquidez, su siguiente acción fue la de bajar los tipos de interés llegando hasta mínimos históricos.

Cuál fue la sorpresa de las autoridades monetarias cuando encontraron una economía tan deteriorada y un riesgo de deflación tan elevado que sus instrumentos convencionales quedaron completamente obsoletos. Hasta este momento el BCE se había valido de las alteraciones en los tipos de interés, sin embargo, una vez llegados a una fase de recesión tan pronunciada, el conocido mecanismo de transmisión con el que habían venido trabajando durante años había quedado totalmente inutilizado producto de la denominada trampa de liquidez. De acuerdo a la regla de Taylor, para lograr cierta efectividad a través de los métodos convencionales que venía empleando el BCE hubiera sido necesario alcanzar ratios negativas en los tipos de interés. Fue precisamente éste el momento en el que los bancos centrales de las economías más fuertes tomaron la decisión de navegar entre alternativas innovadoras que pudieran salvar a la economía con métodos fuera de lo habitual. Nació así la política monetaria no convencional.

3 - LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA

La crisis originada fue, por tanto, algo inesperado para las autoridades monetarias pues, ante su respuesta habitual para regular el mercado con el mecanismo de transmisión, no se consiguió el efecto deseado. En el presente epígrafe se analizará la respuesta que dio la autoridad monetaria en el transcurso de la crisis tanto con sus medidas convencionales como con los recién nacidos mecanismos no convencionales.

3.1 - POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONAL

Los tipos de interés han sido el instrumento, por excelencia, del que han dispuesto las instituciones monetarias para regular la liquidez y, por consiguiente, la inflación y el crecimiento de la economía, es por eso que se les ha denominado como instrumentos convencionales en términos de política monetaria. De esta manera, las decisiones adoptadas por el BCE lo relativo los tipos tendrán una influencia directa en la facilidad

de crédito de la que disponen los bancos, y, por consiguientes en la liquidez disponible de empresas y familias.

A día de hoy existe una gran complejidad con respecto a la plasticidad con la que cuenta el BCE a la hora de actuar sobre los tipos de interés puesto que esta institución ha perdido casi toda la potencia de la que le dotaban estas tasas. Una situación tan comprometida como la que se está viviendo en Europa ha provocado que el BCE se vea atado de manos y que finalmente se hayan dado situaciones extremas en las que los tipos han llegado a alcanzar valores nulos.

A continuación, se pasará a analizar la, en ocasiones atropellada, evolución que han tenido los tipos de interés en la eurozona durante estos últimos años, así como las alternativas que se plantean de cara a los años venideros.

3.1.1 - EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Las características de la crisis que golpeó Europa implicaban, entre otros desequilibrios, una inflación muy elevada, ante lo que el BCE, en un intento por regular la situación de acuerdo a sus objetivos, y controlar el IPC de esta manera, realizó constantes variaciones en los tipos de interés, tal como aparece reflejado en el **gráfico 1**, hasta llegar a los tipos del 0% actuales.

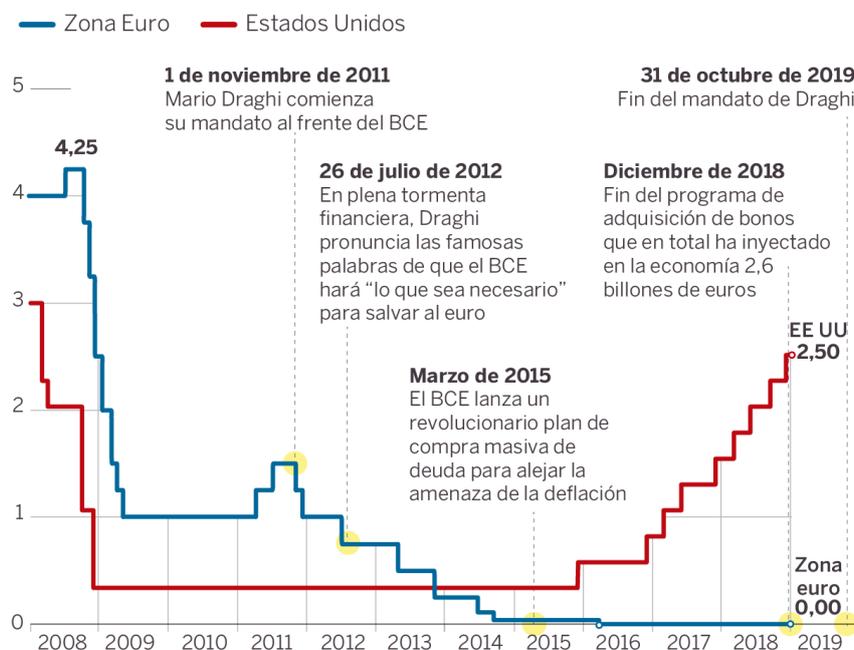


Gráfico 1. Evolución de los tipos de interés en la Zona Euro y Estados Unidos

Fuente: Caixa Bank research, indicadores y previsiones macroeconómicas

La **primera reacción** que tuvo el BCE fue la de **aumentar los tipos de interés hasta un 4,25%**, la cifra más elevada desde el año 2001. Por el contrario, en Estados Unidos la FED se disponía a bajar los tipos tratando de poner freno a la crisis financiera que se sufría a nivel global. **Poco después**, el BCE **bajó los tipos hasta el 1%** con la intención de reproducir los pasos que estaba siguiendo la FED de manera que pudiera controlar la situación económica antes de que las repercusiones fueran demasiado severas. Lamentablemente, debido al incremento en la inflación que se estaba dando en el área monetaria con motivo del aumento en precios de la energía, en el año 2011 el BCE sintió la necesidad de aumentar de nuevo los tipos para frenar las tensiones inflacionistas hasta alcanzar el 1,50%. Se retractó rápidamente de su decisión al ver las consecuencias que estaban sufriendo en Grecia y otros países de la periferia europea de manera que **en 2014** ya se habían bajado los **tipos** hasta el **0,25%**. Fue finalmente **en marzo del 2016** cuando el consejo del gobierno del **BCE acordó rebajar los tipos de interés hasta su mínimo histórico, el 0%**, penalizando además los depósitos con tipos negativos del -0,4% con la intención de facilitar la liquidez necesaria y evitar la predominancia del ahorro sobre el consumo.

Esta atropellada secuencia que siguió el BCE desembocó en una situación límite en la que la efectividad de la variación de los tipos se había difuminado por completo. Por el contrario, en Estados Unidos no llegaron a una situación tan extrema y actualmente han conseguido regular los tipos de interés hasta niveles habituales siguiendo un proceso de aumentos por fases para poder mantener el control en todo momento. No está resultando sencillo para Europa reproducir esta secuencia, motivo por el cual los tipos permanecen al 0% a día de hoy.

3.1.2 APLICACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA ACTUALIDAD

Los tipos de interés se han convertido en el elemento que protagoniza el viaje hacia la recuperación económica europea. El manejo de estas variables se ha convertido en una tarea crucial y realmente delicada puesto que un mal movimiento podría ser el detonante de una bomba en forma de una nueva crisis económica.

Durante el transcurso de los últimos años el BCE ha aplicado medidas muy flexibles con los tipos de interés que se han saltado las operativas habituales en busca de la recuperación económica. Un estudio realizado por el colegio de economistas de Madrid (Estrada y

L'Hotellerie-Fallois, 2019), menciona la imposibilidad de mantener el ritmo actual con el que no se aplican las reglas monetarias más tradicionales y básicas como la [regla de Taylor](#). A pesar de ello, en la actualidad sería impensable poner en práctica medidas acordadas con este tipo de razonamiento puesto que, al encontrarnos en un entorno de baja inflación, esto obligaría a fijar unos tipos de interés negativos. Por otro lado, mantener unos tipos de interés más elevados de lo que reclama la economía puede llegar a provocar que el PIB evolucione por debajo del potencial y que al mismo tiempo nos encontremos con unos datos de la inflación que no alcanzaría el nivel objetivo. **Nos encontramos** por tanto **en una encrucijada** en la que todos los caminos tienen repercusiones notables. Si los bancos centrales continúan trabajando con las herramientas tradicionales de política monetaria reducirán sustancialmente su margen de acción ya que, tal como muchos estudios han demostrado, los tipos de interés reducidos provocan que las autoridades monetarias vayan a dar con mayor frecuencia con límites inferiores a cero.

Los bancos centrales han estudiado diversas alternativas, una de las cuales radica en **mantener los tipos de interés como su instrumento principal bajo la condición obligada de redefinir el objetivo de inflación** que tenía inicialmente determinado el BCE al alza. No obstante, esto no significa que se aparten las políticas no convencionales como medidas correctoras. Esta alternativa continuaría apoyándose en algunos instrumentos de política monetaria no convencional. Al adoptar esta alternativa el aumento en la inflación llegaría a permitir que el mercado operase con tipos de interés reales negativos y tipos nominales por encima de cero, reconduciendo la economía hacia una senda más similar a la que se aplica con la regla de Taylor. Para poder tomar esta vía un economista de Caixa Research (Javier Garcia-Arenas, 2019) propone la posibilidad de tomar tres caminos diferenciados, aunque todos ellos con repercusiones negativas.

Una de las formas sería fijar un objetivo de **inflación superior**, lo que evita llevar a cabo grandes modificaciones, pero impone de manera permanente el coste de tener una mayor inflación. Otra de las opciones que se barajan es **fijar el objetivo en términos de nivel de precios**, sin embargo, esto provocaría que el BCE no ignorase desviaciones en los precios aisladas, como las fluctuaciones energéticas, provocando una reacción predefinida y previsible para los agentes económicos. Por último, se había planteado **fijar el objetivo de política monetaria en términos del PIB nominal**, que tendrías repercusiones similares a la anterior medida. Estas dos últimas medidas pueden

desembocar en decisiones no deseadas si se diera el caso de un aumento en precios exógeno que llevase al BCE aplicar una política monetaria mucho más restrictiva incluso en un momento de recesión.

A día de hoy los bancos centrales no se deciden por ninguna de las alternativas que se plantean con el cambio de objetivos como camino a tomar ya que, a pesar de contar con grandes ventajas, también presentan fuertes inconvenientes que impiden asegurar que el resultado sea el deseado. Fruto de ello se han llevado a cabo estrategias en las que los objetivos que actualmente están impuestos no se verían modificados, evitando así el riesgo de pérdida de credibilidad, pero en las que a cambio se incorporarían las herramientas no convencionales como parte de los utensilios habituales que emplearían los bancos centrales.

3.2 - POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL

Tal como se ha mencionado, la crisis acontecida en Europa azotó a la economía del área monetaria con una fuerza tal que provocó una intensa **fragmentación vertical** en el sistema, rompiendo el mecanismo de transmisión con el que operaba el BCE provocando así la pérdida total en el control del sistema financiero al no disponer del único instrumento con el que podía influir en las decisiones de los agentes en el mercado. Unido a esto la zona euro sufrió una pronunciada **fragmentación horizontal** con la que las primas de riesgo se diferencian cada vez más entre los países miembros, siendo especialmente perjudicados los países de la periferia europea. De esta manera se dieron situaciones en las que mientras el bono alemán a diez años se remuneraba en torno al 1% en España lo hacía por encima del 7%, y la prima de riesgo se había disparado por encima de los 600 puntos básicos. El contexto en el que se sumergía el continente creó una gran desconfianza en los agentes, provocando una progresiva caída de las economías de varios países hasta niveles altamente inestables.

Con la intención de poner solución a estos dos grandes problemas, las instituciones monetarias se sirvieron de nuevas prácticas que hoy se conocen como instrumentos de política monetaria no convencional, los cuales siguen siendo herramientas fundamentales para reactivar el crecimiento económico. En los apartados siguientes se expondrá la progresión que han tenido esas medidas desde su nacimiento hasta la actualidad, así como la repercusión que éstas tienen para el BCE.

3.2.1 – EVOLUCIÓN DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

A lo largo de estos años la autoridad monetaria puso en marcha varios programas con el fin de suavizar los mercados financieros y conseguir poco a poco el restablecimiento del mecanismo de transmisión. La primera estrategia que se llevó a cabo consistió en la puesta en funcionamiento de operaciones de inyección masiva de liquidez mediante subastas de adjudicación plena con un tipo de interés fijo. A esta arriesgada apuesta se le terminó por conocer como **facilidad de crédito**, con la que se pretendía garantizar de liquidez ilimitada a las entidades financieras puesto que, adoptar esta medida se traducía en que todas aquellas entidades solicitantes de crédito verían aceptadas sus solicitudes sin un máximo definido. A pesar de los esfuerzos invertidos en propiciar un mercado más fluido, la respuesta de los agentes no fue capaz de afrontar las necesidades que reclamaba la economía europea en ese momento.

Al advertir la estrepitosa caída que estaba sufriendo el continente, **el BCE puso en marcha en el año 2009 el primer programa de compra de activos (*quantitative easing*)**, el cual fue denominado *Covered Bond Purchase Programme (CBPP)*. La inversión realizada en este primer programa ascendió a más de sesenta mil millones de euros que se invirtieron en la compra de activos financieros de elevada calidad con la intención de poder reactivar el mercado de activos de renta fija. Ese mismo año se añadió un programa paralelo para el mercado de valores en el que los activos objeto de la inversión eran la deuda soberana que se comercializaba en los mercados secundarios, fue conocido como *Securities Markets Programme (SMP)*. En este caso la intención no era tanto la reactivación del mercado, sino que se pretendía evitar la especulación con la prima de riesgo que tanto daño estaba haciendo en los países de la periferia europea. Sumándose a estos dos programas, todos los estados miembros de la Unión Europea junto al Fondo Monetario Internacional (FMI) elaboraron un protocolo de asistencia financiera que se valía de los pertinentes mecanismos, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF), los cuales fueron sustituidos en el año 2012 por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), aunque entraron en funcionamiento para casos excepcionales como la asistencia de Portugal y Grecia. En el año 2011 el BCE volvió a activar el programa *CBPP2* hasta finales del año 2012 con la intención de facilitar la financiación de las entidades financieras, así como a las empresas. Esta vez la inversión supuso más de dieciséis mil

millones de euros. En el mismo año 2012 se mejoró el programa *SMP* creando uno nuevo, el *Outright Monetary Transactions (OMT)*, consistente en la compra masiva de deuda pública en los mercados secundarios y en forma de bonos soberanos de todos aquellos países que habían solicitado asistencia financiera, entre los cuales se situaba España.

Al año siguiente se dio paso a una nueva forma de política monetaria que ha terminado por mantenerse a lo largo de los años, *forward guidance*, con la que el BCE proporciona las indicaciones pertinentes sobre la orientación que tendrá esta institución monetaria en los próximos periodos. El preanuncio de los tipos de interés y el compromiso del BCE de mantenerlos redujeron la incertidumbre favoreciendo las decisiones de los agentes. Esta medida proporcionó a los agentes económicos la garantía suficiente como para evitar especulaciones en el mercado financiero puesto que ante estos comunicados se reducía notablemente el riesgo de movimientos inesperados por parte de la autoridad monetaria.

El 2014 dio paso al nacimiento de una nueva medida no convencional, **operaciones de financiación a largo plazo (TLRO)**, con las que el BCE proporciona liquidez mediante un método de subasta hasta con cuatro años de plazo favoreciendo el crédito al sector privado de manera que se consiga un mayor movimiento del consumo y la demanda agregada con el consecuente aumento de la inflación. Esta medida se acompañó de incentivos para que las entidades financieras optaran por la concesión de préstamos de manera que se viera más atractiva la alternativa. Este tipo de subasta financiera se repitió en una nueva tanda el año 2016.

A comienzos del 2015 se pusieron en marcha nuevos programas de compra de activos, el *Asset Purchase Programme (APP)* y el *Expanded Asset Purchase Programme*, con una inversión de más de sesenta mil millones de euros cada mes de vida de este programa con los cuales se adquirieron activos con naturalezas distintas, tanto públicas como privadas, desde bonos públicos hasta valores de deuda de determinadas instituciones. Básicamente, en este programa se incluyen todas las anteriores medidas y estrategias de compras de activos. Se realizó un especial esfuerzo durante el año 2016 en estos programas, realizando compras que alcanzaban los ochenta mil millones al mes en activos de este tipo. En el año 2017 comenzó a ponerse un suave freno a este programa reduciendo la inversión mensual de nuevo a sesenta mil millones de euros. Finalmente, el año pasado, que comenzó con inversiones de treinta mil millones, lo finalizó invirtiendo la mitad al finalizar el año.

En el **gráfico 2** queda constancia de la evolución que han sufrido las compras masificadas de activos financieros, así como su composición en el transcurso del tiempo desde el año 2015.

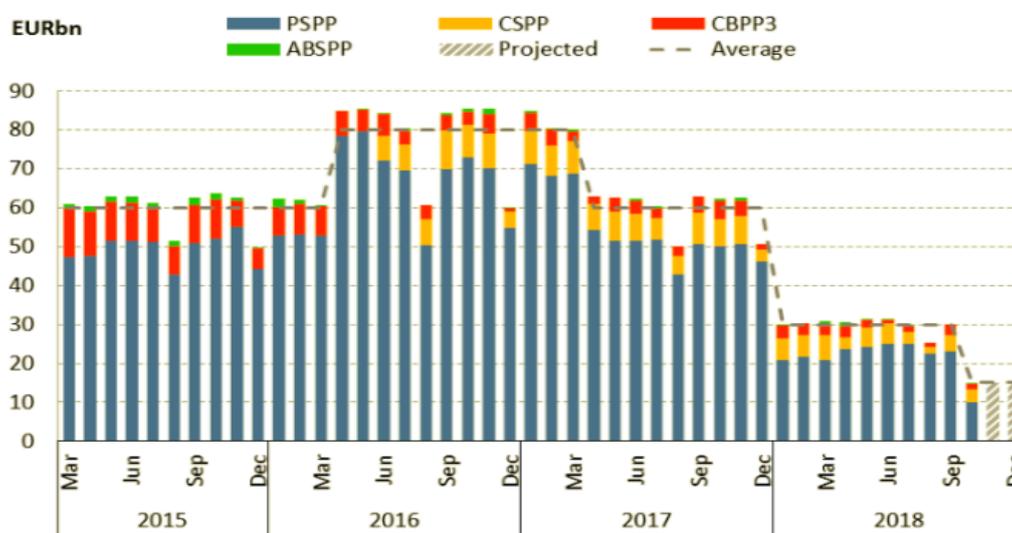


Gráfico 2. Compras del sistema APP agrupadas por programas

Fuente: Eurostat

Se aprecia con sobrada diferencia que el programa en el que más se ha invertido ha sido el Programa de compras del sector público (*PSPP*). Se han llegado a alcanzar más de dos billones de euros destinados en este programa. Por otro lado, a la hora de analizar el cómputo global de todo el esfuerzo invertido en los programas de *quantitative easing*, queda evidencia de que **han supuesto un enorme aumento en los activos del balance del BCE**. Los datos arrojados durante enero del 2019 reflejaban un nuevo máximo en el balance de la institución con más de 4.700 billones de euros, cifra que supera el doble del activo que mantenía al comenzar el programa APP en 2015, de 2.155 billones en aquel momento. Más alarmante es todavía que en un análisis vertical del balance del BCE, de acuerdo a los datos arrojados por la propia institución a finales del tercer trimestre del 2019 ([ver balance consolidado del BCE](#)), **el total del activo de su balance se compone en casi un 57% por los programas APP**. El BCE se ha posicionado con un balance que supera en casi un 10% los activos de la FED a finales del año 2016, y que triplica al que poseía antes de dar comienzo la crisis. Esta cifra, claramente excesiva, es alarmante puesto que se está agotando el margen de maniobra con el que cuenta el BCE.

3.2.2 – APOYO DE LAS POLÍTICAS NO CONVENCIONALES

Las medidas no convencionales surgieron a modo de salvavidas para la apurada economía europea ante la falta de efectividad de las medidas habituales. No obstante, hay que

enfaticar que estas medidas de manera aislada no hubieran causado un efecto igual de notable que al haberlas aplicado junto a los instrumentos tradicionales en una estrategia global. Mientras por un lado las políticas convencionales aplicadas a los tipos de interés los disminuyeron progresivamente, por otro las herramientas no convencionales sirvieron de soporte, refuerzo y amplificador de la estrategia expansiva del BCE. Un claro ejemplo es la facilidad de crédito, la cual proporcionaba liquidez ilimitada, algo que ya de por sí podría ser un gran impulsor de cara a aumentar el crecimiento europeo, pero que se fortalece notablemente al llevarla a cabo con unos tipos tan bajos. La combinación de ambas medidas, convencional y no convencional, dio como resultado un mecanismo expansivo muy contundente. Como añadido, y para garantizar que estas medidas expansivas llegasen a su objetivo, la anticipación de la estrategia a seguir por el BCE aportó la seguridad necesaria a los agentes para poder operar con tranquilidad en el mercado. Aunque esta medida no tuviera un efecto directo en las operaciones financieras aportó el contexto idóneo para acomodar todos los mecanismos puestos en marcha.

El punto de inflexión más drástico se dio en el año 2016, momento en el cual se arrojaron todos los recursos disponibles, tanto convencionales como las nuevas prácticas no convencionales, con una consistencia que no se había dado hasta el momento. Este año es el momento clave en el que el BCE bajó los tipos de interés al 0% y amplió notablemente la inversión en los programas de compras de activos tratando de inyectar liquidez en el sistema bancario de forma masiva.

Podemos concluir que el efecto combinado de todos los mecanismos aplicados ha tenido consecuencias positivas para la economía que no se hubieran dado ante una aplicación en solitario. No por ello significa que su resultado fuera suficiente para socorrer y llevar hacia la recuperación a la economía europea. En el siguiente epígrafe se analizará hasta qué punto han resultado efectivas estas medidas en el área monetaria.

4 - EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Aunque el efecto de las medidas no convencionales aplicadas por el BCE ha impactado con ciertas diferencias en los distintos países miembros, se han apreciado de manera generalizada efectos muy positivos que favorecieron al inicio de la recuperación y progreso de la economía. A lo largo del presente epígrafe se analizarán los efectos que ha tenido la política monetaria sobre la zona euro en términos de PIB, inflación y tipos de

interés, así como las diferencias más significativas que distinguen a la evolución de la economía española del resto de los países integrantes del área monetaria.

4.1 - EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA EUROZONA

4.1.1 – PRIMA DE REISGO. EL IMPACTO EN LOS TIPOS DE INTERÉS

Si bien es cierto que es complicado separar los efectos de cada una de las medidas que se aplicaron se han dado hechos con los que claramente se aprecia el efecto positivo que tuvieron los diversos anuncios que se realizaron, afirmando que se iban a aplicar las medidas necesarias para evitar la ruptura de la economía. La estrategia *forward guidance* fue especialmente notable en países de la periferia de Europa, entre los cuales se incluye España, que, tras este anuncio vio cómo su prima de riesgo, exacerbada por aquel momento, bajaba en el acto sensiblemente hasta alcanzar niveles relativamente normalizados. En la **ilustración 1**, se aprecia con sobrada claridad cómo cuando la prima de riesgo se había disparado por encima del 6%, descendió con la misma rapidez en julio de 2012 cuando el BCE emite un discurso tranquilizador indicando su compromiso con todos los países miembros.

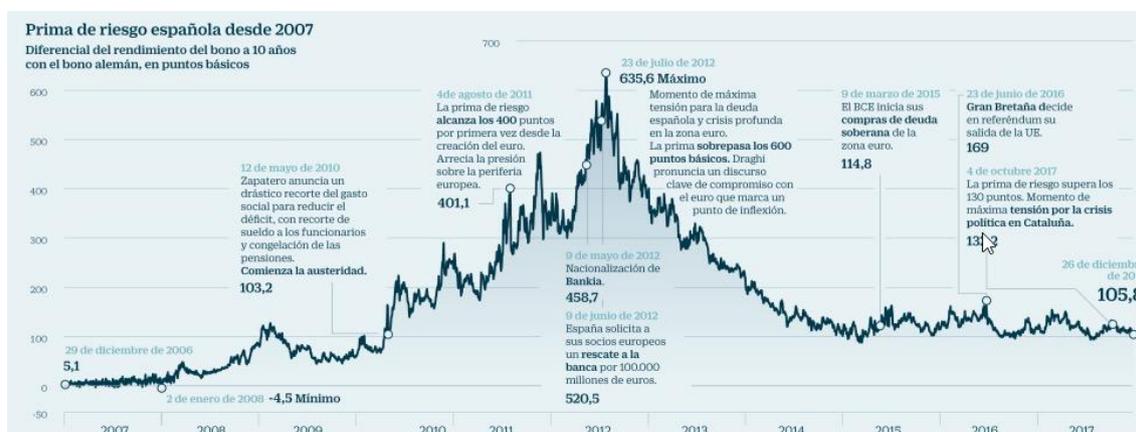


Ilustración 1. Prima de riesgo española desde 2007

Fuente: Cinco días. Nota de prensa: *Los gestores prevén que la prima de riesgo española perfore los 100 puntos en 2018*

Quedó constancia, de igual manera, del efecto positivo que tuvo la compra de activos tanto en la inflación como en la actividad económica y de los mercados financieros con mayor impacto en las áreas centrales de Europa.

De cualquier manera, no por el hecho de apreciar varios aspectos positivos se deben menospreciar las desventajas que conlleva aplicar políticas monetarias tan expansivas como las que se han visto. Uno de los efectos más inmediatos es el descenso necesario de

la aversión al riesgo de los inversores ya que los activos más seguros fueron adquiridos en una gran parte por el BCE de manera que la demanda de inversores se desplazó de manera generalizada hacia activos menos estables, provocando unos rendimientos menores por una inversión mucho más arriesgada. Esto mismo provocará una penalización a los agentes ahorradores ya que se encontrarán con tipos de interés mucho más bajos mientras que aquellos que posean activos financieros se verán mucho más favorecidos ante el incremento en las cotizaciones de los activos.

4.1.2 – EL CRECIMIENTO EN LA EUROZONA. PIB.

Una de las variables macroeconómicas más representativas y básicas a la hora de determinar la salud y el ciclo en el que se encuentra una economía es el Producto Interior Bruto. Esta variable ha sufrido una evolución muy fluctuante en Europa durante los dos últimos años, lo que ha supuesto la modificación de las previsiones de crecimiento en distintas ocasiones y, por tanto, la alteración de las decisiones adoptadas por parte del BCE. En los siguientes apartados se analizará su evolución en los últimos años, así como su repercusión en las políticas y estrategias de las autoridades monetarias.

CRECIMIENTO DE LA ZONA EURO EN LOS DOS ÚLTIMOS AÑOS

A finales del año 2017, las cifras que arrojaban los datos del Eurostat eran muy alentadoras ya que el aumento de la demanda interna había propiciado un crecimiento del PIB de un 0,8% en el último trimestre de ese año. Estos resultados traían consigo una disminución de la tasa de paro en Europa, que se había situado en su nivel más bajo desde finales del año 2008. El crecimiento de las economías europeas se ha visto fuertemente respaldado por unas excelentes condiciones de financiación en los últimos años gracias a la facilidad de crédito provista por el BCE, por lo que cabía pensar, desde hace ya unos años, que el camino a la recuperación económica se había consolidado. Lamentablemente la progresión que sufrió el crecimiento europeo no confirmó esa ansiada estabilización económica. A pesar de que los informes arrojaban cifras muy optimistas, en la cuna de la política monetaria ya se contaba con la **desaceleración del crecimiento** como un hecho al que había que anticiparse para evitar consecuencias más graves de lo que la frágil economía de la eurozona podría soportar. Cumpliendo estos pronósticos, el crecimiento que se experimentó en los dos primeros trimestres del año 2018 fue entre el 0,3% y el 0,4%, muy por debajo de lo que se venía haciendo el año anterior. El siguiente trimestre

no arrojó cifras mucho más alentadoras puesto que la tasa intertrimestral del PIB real en el tercer trimestre de 2018 descendió hasta un 0,2 %.

En el **gráfico 3** puede apreciarse como el índice de gestores de compras (PMI) se precipita desde inicios del año 2018 hasta el pasado diciembre. Por más que las métricas daban a entender desde mediados del año 2016 un posible ciclo expansivo, la **marcada caída de la tasa de crecimiento del PIB a lo largo del último año** hizo que saltaran las alarmas del BCE y de los agentes, tal como consta al ver la progresión del indicador de sentimiento económico (ESI) que, al igual que el crecimiento, desciende durante este año pasado.



Gráfico 3. PIB real de la zona euro, indicador de sentimiento económico (ESI) y PMI compuesto de producción
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE (proyecciones macroeconómicas septiembre de 2018)

Los datos obtenidos en términos de crecimiento en lo que llevamos del presente año parecen apuntar a un crecimiento sostenido a la par que moderado. Aunque las cifras de crecimiento siguen sin despegar, las variaciones intertrimestrales arrojan algo de esperanza a los agentes económicos de Europa con unos datos de crecimiento de un 0,4% y un 0,2% en el primer y segundo trimestre de 2019 respectivamente, ambos datos muy similares a los que se presentaban el año anterior. A pesar de que estos últimos datos puedan mostrar brotes optimistas, la confianza que aportan todavía no se considera suficiente garantía para las autoridades económicas. **La necesidad de apoyo monetario** que requiere la eurozona es todavía muy notable por lo que no dejarán de aplicarse medidas expansivas por el momento.

Analizando el PIB desde una perspectiva que contemple los datos interanuales, la conclusión obtenida lleva a pensar que **la economía europea parece estar sufriendo una desaceleración**, tal como se observa en el **gráfico 4**. Si bien desde la recaída del

2012 se habían recuperado notablemente los datos de crecimiento, parece que desde el año 2015 las cifras interanuales del PIB se mantienen en valores muy similares cercanos al 2%, oscilando de manera intermitente al alza o a la baja pero siempre alejados del 3% que se observó antes de la crisis.

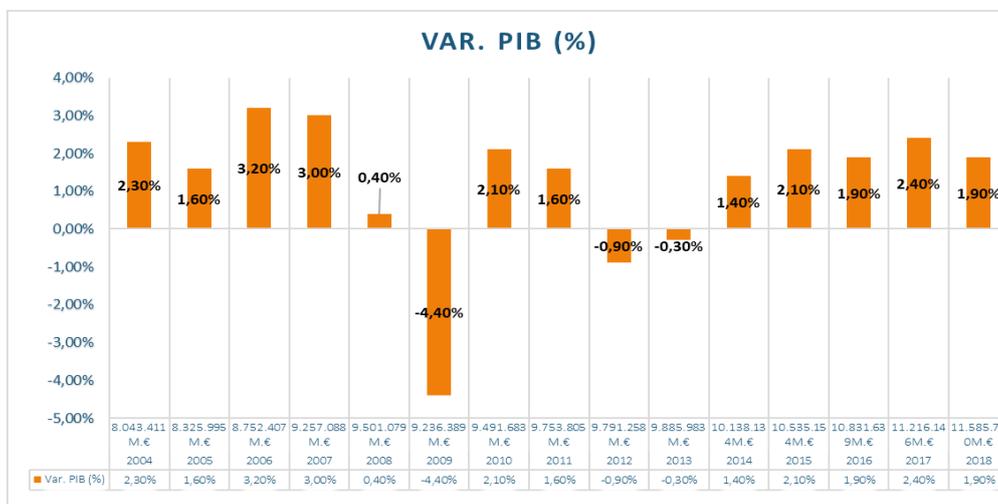


Gráfico 4. Variación interanual de la tasa de crecimiento del PIB

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE)

A pesar de contar con las medidas expansivas que se están aplicando por parte de el BCE, las economías de los países miembros del área monetaria no están respondiendo como sería necesario de cara a iniciar el camino a la recuperación económica. Este desalentador dato hace recapacitar sobre si los esfuerzos que están volcando en la reanimación de la economía europea son suficientes para recobrar su salud. Cada vez es más palpable la **dependencia** que parece sufrir Europa, a nivel económico, **de las medidas extraordinarias** que se aplicaron con la política monetaria no convencional en estos años de crisis pasados.

Otro dato preocupante es el **fraccionamiento del debilitamiento del crecimiento** europeo de estos últimos años puesto que ha mostrado una notable divergencia entre los países de mayor tamaño de la zona euro. A la vista está el caso de Alemania e Italia que registraron notorios descensos en sus tasas de crecimiento motivados por el sector automovilístico y el deterioro de la actividad empresarial respectivamente.

Análisis coyunturales como los realizados por CaixaBank Research (2019) dan pie a creer que el insistentemente estancado crecimiento terminará por traducirse en una caída paulatina del mismo en los próximos años. Europa se ha convertido en el principal afectado de la incertidumbre existente en materia comercial debido a su elevada sensibilidad a los cambios en la confianza global. Algunos de los indicadores

coyunturales de la eurozona se mantienen en un tono positivo, pero mucho más moderado; por ejemplo, la evolución del mercado laboral mejora con un ritmo más lento de lo previsto. Por otro lado, variables como la inflación o el crédito al sector privado parecen evolucionar con una tendencia bajista.

EVOLUCIÓN Y EXPECTATIVAS DEL CRECIMIENTO EUROPEO

Tras el análisis realizado en profundidad sobre la evolución del crecimiento europeo, es de sumo interés tener en cuenta la situación particular de uno de sus componentes, **el sector exterior**, puesto que está teniendo una importante influencia sobre la progresión del PIB en el área monetaria europea. La progresión de las economías externas será un factor de peso en la valoración de las previsiones futuras en el crecimiento de Europa y, por tanto, será analizado por el BCE con detalle. Las tensiones comerciales, la desaceleración de la economía China y la incertidumbre política que pende sobre Europa a causa del Brexit son factores que rodean a la economía europea creando un contexto menos favorable y provocando un sentimiento de desconfianza en los inversores, las empresas y las economías domésticas. A pesar de no ser el núcleo de este tipo de dificultades, la economía de la zona euro es precisamente una de las mayores víctimas soportando, como hemos visto en el anterior epígrafe, pequeñas y constantes mermas de crecimiento que le impiden llegar a unos objetivos lo suficientemente consistentes como para garantizar el crecimiento.

A nivel global tras los últimos datos registrados en el segundo trimestre de 2019, se entiende que se sufrirá un **retraso en la** más que esperada **recuperación de la economía europea**. Los indicadores de sentimiento económico (ESI) han empeorado de forma progresiva en los últimos años y siguen haciéndolo en estos meses actuando como un reflejo de la gran incertidumbre con la que se mueven los agentes económicos ante la debilidad persistente del comercio mundial. De esta manera, el ESI ha continuado su camino descendente en diversos países y sectores del área Euro presentando datos por debajo de los observados en 2016. Partiendo de estos datos, **las principales instituciones internacionales han corregido** en distintas ocasiones **sus previsiones de crecimiento** para el área monetaria en consonancia con los reportes emitidos por otras entidades financieras. Una de las reducciones más sonadas ha sido la de la OCDE, que ha disminuido el incremento previsto del PIB para este 2019 hasta en ocho décimas, quedando como resultado un crecimiento de tan solo el 1%. Estaríamos hablando de la

evolución más baja desde el año 2013. El último en recortar las previsiones de crecimiento fue el BCE, que, con las primeras señales de desaceleración en noviembre del año pasado, advirtieron de la situación y adoptaron las decisiones más convenientes ocasionados por la incertidumbre que rodea a la demanda externa y las fuertes consecuencias que esto podría llegar a tener en Europa teniendo en cuenta que depende en hasta un 48% de su PIB del sector exterior.

A pesar de que la situación inminente requiera la toma de precauciones debido a que la economía europea no es lo bastante fuerte por el momento, a medio plazo se espera una gradual normalización de la situación exterior y, por tanto, la desaparición de la incertidumbre económica y con ello un mayor respaldo para la expansión de la eurozona.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ZONA EURO

Tras los acontecimientos acaecidos en estos últimos meses, las proyecciones futuras del crecimiento de la eurozona han sufrido diversas variaciones ante la evolución de la demanda externa y el escaso ímpetu de la demanda interna en la zona euro, reforzado por las zozobras políticas de la UE que aumentan la inseguridad en los mercados. El resultado de este conjunto de acontecimientos ha derivado en la moderación de las expectativas de crecimiento de cara a los próximos años por parte de las instituciones monetarias.

En la **tabla 1** sobre las proyecciones trimestrales del BCE queda plasmada una comparativa en las previsiones en términos de PIB y empleo que se realizaron a finales del 2018 y la consiguiente modificación de las cifras previstas en marzo del 2019 ante las noticias y perspectivas del crecimiento de los grandes países europeos.

	Marzo 2019				Diciembre 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
PIB real	1,9	1,1	1,6	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
		[0,7 - 1,5] ¹⁾	[0,7 - 2,5] ¹⁾	[0,5 - 2,5] ¹⁾	[1,8 - 2,0] ¹⁾	[1,1 - 2,3] ¹⁾	[0,8 - 2,6] ¹⁾	[0,5 - 2,5] ¹⁾
Consumo privado	1,3	1,3	1,6	1,4	1,4	1,7	1,6	1,4
Consumo público	1,1	1,7	1,6	1,4	1,1	1,6	1,4	1,4
Formación bruta de capital fijo	3,3	2,1	2,4	2,0	3,5	3,3	2,6	2,1
Exportaciones²⁾	2,8	2,8	3,6	3,2	2,8	3,5	3,8	3,4
Importaciones²⁾	2,7	3,7	4,1	3,5	2,7	4,2	4,2	3,6
Empleo	1,4	0,7	0,6	0,6	1,4	0,9	0,8	0,6
Tasa de desempleo (% de la población activa)	8,2	7,9	7,7	7,5	8,2	7,8	7,5	7,1

Tabla 1. Previsiones macroeconómicas en términos de PIB y empleo (I)

Fuente: BCE, proyecciones macroeconómicas e informes trimestrales 2019

A primera vista puede apreciarse cómo **las previsiones de PIB para este año 2019 se rebajaron** con gran ímpetu este pasado mes de marzo **hasta en seis décimas** con respecto a las cifras previstas a finales del año pasado. Sin embargo, la corrección no ha sido tan drástica en los años posteriores, donde sólo se modificó en una décima a la baja en el 2020, manteniendo incluso constante la valoración de cara a el año 2021. Las partidas que causan esta fuerte modificación anunciada en marzo del 2019 se concentran principalmente en el comercio exterior, la inversión y el consumo privado.

En lo que se refiere al consumo privado, los estudios realizados consideran que a medio plazo debería verse fortalecido por las muy favorables condiciones de financiación que se presentan actualmente en el mercado europeo. Complementando a esta situación, la esperada reducción gradual de la tasa de desempleo generará un aumento en la renta disponible de los hogares reforzando todavía más el consumo de las familias. Es por esto que el BCE estimó al finalizar el primer trimestre del presente año que no se apreciarán efectos inmediatos al finalizar el 2019 pero sí deberían verse en los posteriores ejercicios. Algo similar ha sucedido con la formación bruta de capital fijo, la cual se ha visto fuertemente penalizada con un decremento es su proyección de ciento veinte puntos básicos, la mayor corrección realizada por el BCE en sus proyecciones macroeconómicas. De conformidad con los estudios y previsiones que se habían venido realizando hasta marzo, el comercio exterior debería comenzar a estabilizarse y retomar un ciclo de crecimiento en el medio plazo. De esta manera, el BCE concluyó que **las partidas más afectadas por el cambio en sus previsiones son las exportaciones y las importaciones** del presente año con una reducción en sus importes estimados de siete y cinco décimas respectivamente. Los años posteriores no serán tan prósperos como se vaticinó en diciembre del 2018 pero tampoco sufren cambios especialmente representativos.

A pesar de que las correcciones que el BCE realizó en marzo de 2019 han sido sustanciales teniendo en cuenta que tan solo han transcurrido tres meses desde sus últimas previsiones, el transcurso de la economía global y europea de la última mitad del primer semestre de este año 2019, ha supuesto una nueva estimación de las previsiones de la zona euro donde, el comercio con el exterior contiene el mayor peso de estas últimas modificaciones realizadas. En la **tabla 2** puede volver a apreciarse una comparativa de previsiones, pero esta vez de la previsión realizada en marzo de 2019, la cual acabamos de analizar, y de las más recientes que se anunciaron el pasado mes de junio.

	Junio 2019				Marzo 2019			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
PIB real	1,8	1,2	1,4	1,4	1,9	1,1	1,6	1,5
		[0,9 - 1,5] ¹⁾	[0,5 - 2,3] ¹⁾	[0,4 - 2,4] ¹⁾		[0,7 - 1,5] ¹⁾	[0,7 - 2,5] ¹⁾	[0,5 - 2,5] ¹⁾
Consumo privado	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,6	1,4
Consumo público	1,1	1,4	1,4	1,4	1,1	1,7	1,6	1,4
Formación bruta de capital fijo	3,3	2,7	2,0	2,0	3,3	2,1	2,4	2,0
Exportaciones ²⁾	3,2	2,2	2,9	3,2	2,8	2,8	3,6	3,2
Importaciones ²⁾	3,2	2,7	3,2	3,4	2,7	3,7	4,1	3,5
Empleo	1,5	1,0	0,6	0,6	1,4	0,7	0,6	0,6
Tasa de desempleo (% de la población activa)	8,2	7,7	7,5	7,3	8,2	7,9	7,7	7,5

Tabla 2. Previsiones macroeconómicas en términos de PIB y empleo (II)

Fuente: BCE, proyecciones macroeconómicas e informes trimestrales

En términos de PIB real el crecimiento no se ha visto tan mermado como se apreciaba en la comparativa de los dos trimestres anteriores. De hecho, en lo que se refiere al presente 2019 se espera un ligero repunte que supondría unos diez puntos básicos más de lo esperado en el crecimiento del PIB. Por contra, los años que siguen se esperan menos productivos de lo que las estimaciones iniciales habían previsto siendo la corrección en sentido inverso con una reducción de veinte y de diez puntos básicos en los años 2020 y 2021 respectivamente puesto que las tensiones del comercio exterior siguen sin despejarse y su recuperación será más lenta de lo esperado. A consecuencia de ello, **las partidas relativas al comercio con el exterior se han visto golpeadas de forma contundente de nuevo por las correcciones que el BCE ha realizado.** El 2020 que se esperaba como un año bastante provechoso resultará mucho más moderado puesto que las controversias actuales no podrán resolverse de manera tan ágil. Tanto las exportaciones como las importaciones han visto fuertemente recortadas sus previsiones siendo estas últimas las más afectadas con una reducción de 90 puntos básicos, si bien es cierto que las exportaciones no se quedan atrás con una disminución de 70 puntos. Por otro lado, en las partidas referentes al consumo privado, público y la inversión, se aprecia que los cambios de mayor índole se ubican en la partida de formación bruta de capital fijo, donde se reducen las previsiones en seis décimas para este año y en cuatro de cara al año 2020. El origen de esta alteración en las previsiones es que se pronostica que la inversión empresarial se verá debilitada de forma sustancial a causa de una dilatada etapa caracterizada por la baja confianza empresarial, así como el fin de ciertos alicientes fiscales.

Por último, es digno de mención destacar que las previsiones en términos de empleo para lo que queda de año 2019 han mejorado un poco más aumentando en 30 puntos básicos la tasa de empleo y disminuyendo en otros 20 el desempleo. La perspectiva de mejora en el mercado laboral es uno de los puntos clave para encaminar la recuperación económica puesto que permitirá aumentar la demanda agregada del área monetaria y con ella su crecimiento.

Teniendo en cuenta todos los indicadores revisados por el BCE, se espera que las variaciones intertrimestrales en el PIB real de la zona euro se mantengan en un ritmo de crecimiento constante tal como puede apreciarse en el **gráfico 5**.



Gráfico 5. Evolución y previsiones del PIB real en términos intertrimestrales de la zona euro

Fuente: BCE, proyecciones macroeconómicas e informes trimestrales

En un primer vistazo queda claro que, durante los últimos años, tras la recaída del 2012, **las tasas de crecimiento intertrimestrales han sufrido constantes fluctuaciones sin dejar clara su tendencia** debido a la elevada desviación. La expectativa actual para los años venideros es que las variaciones intertrimestrales en el PIB real de la zona euro se mantengan en un ritmo de crecimiento constante en torno al 0,3 y el 0,4 sin grandes desviaciones. La expansión de la zona del euro continuará apoyándose en unas condiciones favorables de financiación, mejoras en el mercado laboral ante la caída del desempleo y el aumento de salarios. Además, en última instancia, la recuperación del mercado exterior dará el empujón que necesita la economía europea para impulsar su crecimiento.

Por otro lado, si contemplamos el crecimiento del PIB desde una perspectiva de variaciones interanuales, como se aprecia en el **gráfico 6**, observamos que, a pesar de que desde el año 2018 el crecimiento del PIB ha seguido una tendencia decreciente, en lo que

llevamos de año parece haberse frenado ligeramente, moderando considerablemente el decrecimiento.

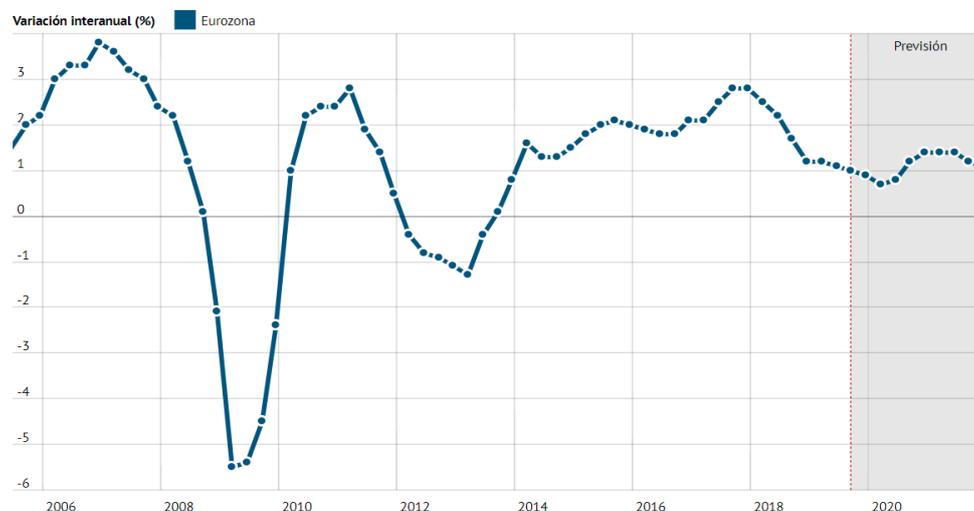


Gráfico 6. Evolución y previsiones del PIB real en términos interanuales de la eurozona

Fuente: Caixa Bank research, indicadores y previsiones macroeconómicas

De cara a los siguientes años, no sólo se espera frenar completamente la **desaceleración** del PIB de la eurozona, sino que se espera un repunte estable que termine convirtiéndose en la recuperación económica del área. En cualquier caso, **el crecimiento esperado será mucho más moderado** del que inicialmente se habían planteado por parte del BCE hace un año. En definitiva, el enorme esfuerzo expansivo que ha llevado a cabo el BCE no ha visto su recompensa reflejada en una recuperación de la economía de la eurozona decisiva y concluyente en términos de PIB. Si bien no es su objetivo prioritario, no hay duda de que ante una expansión monetaria de tal calibre debería hacer eco con una expansión del PIB igualmente cuantiosa. Remitiéndonos a los datos podemos concluir que **la economía se descubre en un claro escenario de trampa de liquidez**, donde los estímulos monetarios resultan insuficientes debido a que la incertidumbre que contextualiza a la economía desincentiva el consumo y la inversión. Se requiere de esta manera la intervención de un estímulo externo a través de la política fiscal en aquellos países que dispongan de la capacidad financiera necesaria para iniciarlo.

4.1.3 - LA INFLACIÓN EN LA EUROZONA

Más allá de la evolución del PIB, las expectativas de inflación desempeñan un papel fundamental en los análisis económicos e implican un peso mucho mayor en los estudios de política monetaria que desarrolla el BCE puesto que su principal objetivo como

institución es de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. La política monetaria que aplica el BCE tiene como fin último es de mantener una inflación interanual en la zona euro con una tasa inferior, aunque próxima, al 2% para garantizar el correcto funcionamiento de la economía evitando flujos excesivamente expansivos o una posible depresión. Otro de los puntos por los que la inflación se convierte en un factor clave en el estudio de la política monetaria es la incidencia directa que tiene en la fijación de precios de los instrumentos financieros y otros activos no financieros a consecuencia de las expectativas que tienen los agentes que participan en estos mercados. Un claro ejemplo de activos financieros cuyos precios se ven fuertemente afectados por la evolución de la inflación serían los bonos y la deuda pública en los países miembros; mientras que la vivienda es un claro representante de activos no financieros fuertemente influidos por la inflación.

Teniendo estos aspectos en consideración, la inflación tendrá repercusiones en la regulación aplicada por parte del BCE, que tratará de evitar toda posibilidad de especulación con este tipo de valores. En términos globales las expectativas de inflación que tienen los agentes privados constituyen un factor de peso y una potente herramienta a la hora de elaborar la estrategia de política monetaria y contrastar las previsiones macroeconómicas.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Tras la gran recesión sufrida en el ámbito europeo las principales instituciones y los países miembros de la eurozona aplicaron políticas monetarias y fiscales expansivas con el objetivo de reactivar la demanda interna, reforzar la confianza de los agentes y con ello llevar al área monetaria hacia la recuperación de su economía. Cabe pensar por tanto que la inflación durante estos últimos años ha progresado al alza y que incluso nos podríamos encontrar ante el riesgo de un IPC excesivamente elevado, sin embargo, el temor y la desconfianza de los agentes económicos ante una posible recaída ha provocado grandes fluctuaciones en esta variable macroeconómica sin llegar a alcanzar los valores objetivo. Desde la recaída que experimentó la eurozona en el año 2012 **el índice de precios comenzó a precipitarse gradualmente hasta que en el año 2015 llegó a alcanzar cifras propias de la deflación**. Este estrepitoso desplome del IPC se debió en buena parte a la caída del precio del crudo, así como otros medios energéticos tal como puede contrastarse en el **gráfico 7**, donde se desagrega la inflación energética de la del resto de factores.

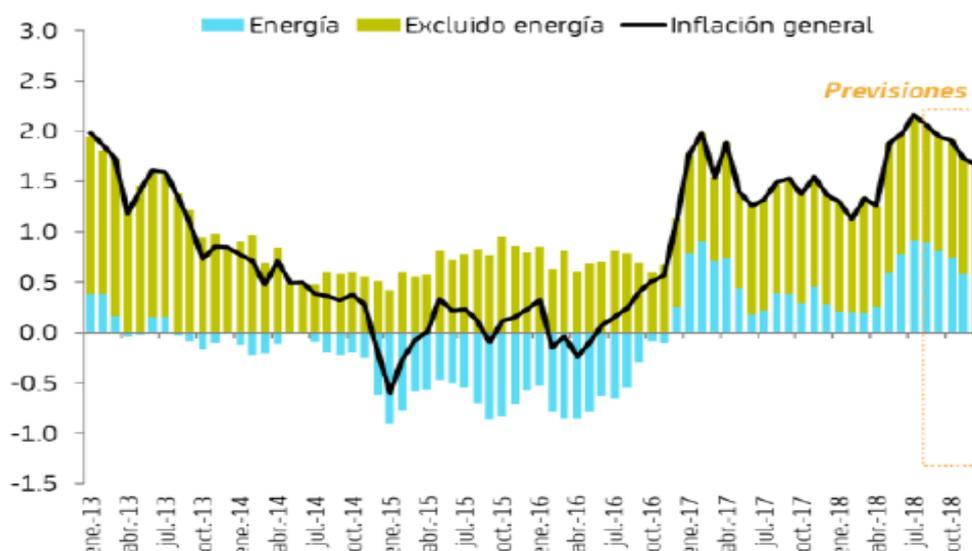


Gráfico 7. Componentes y evolución de la inflación de la eurozona

Fuente: Thomson Reuters y Bankia estudios

El año 2015 supuso una fuerte depresión para el sector energético cuyo índice de precios individualizado había alcanzado valores tan bajos que se asemejaban a los experimentados en el año 2009. Ante esta situación el BCE trató de mostrar una imagen tranquilizadora a los agentes económicos haciendo ver que, si no se tuviera en cuenta el índice de precios de la energía, las cifras que arrojaría el IPC no serían de un carácter alarmante como se estaba planteando puesto que, eliminando el componente energético, las cifras que arrojaban el resto de sectores eran positivas. No por ello la institución monetaria pretendía menospreciar la importancia de este evento, **ante un riesgo de deflación el BCE desplegó el programa de compra de activos ampliado (APP)** con el objeto de inyectar liquidez y procurar mantener niveles positivos en la inflación. De acuerdo con los pronósticos que realizó el BCE, **la inflación se reactivó gradualmente durante los siguientes meses**, pero todavía con valores demasiado próximos a cero. Las perspectivas que se planteaban eran optimistas, dando por hecho que en 2016 se alcanzaría una tasa de IPC del 1% llegando incluso al 1,6% en el 2017. El motivo de estas expectativas estaba basado fundamentalmente en la progresión del índice de precios de la energía, el cual se esperaba ver aumentado en el corto plazo. Adicionalmente, otro refuerzo que se planteaba el BCE en sus previsiones provenía de la **fuerte depreciación que soportaba en euro** en estas fechas, así como de una posible subida de precios en las materias primas. Estos factores unidos a la esperada reactivación del mercado laboral deberían haber desembocado en la elevación de los precios agregados. Finalmente, la reactivación que se esperaba en el sector energético no llegó a producirse con el ímpetu

esperado al igual que en el resto de factores con los que se contaba se mantuvieron en atonía por lo que **el año 2016 se cerró con cifras inferiores al 1%** que se estimaba. Desde una perspectiva global, los años 2015 y 2016 se vieron lastrados por los factores energéticos, sin embargo, las previsiones mantenían un importante ascenso en los datos de la inflación una vez el sector energético se normalizase. Al finalizar el año 2016 el BCE esperaba un repunte del IPC que permitiera elevar sustancialmente sus cifras a lo largo del 2017. Estas previsiones no sólo parecían cumplirse en el primer trimestre del 2017 sino que los resultados obtenidos hasta el momento superaban las expectativas que se habían planteado en el BCE. Finalmente, **aunque el comienzo del año 2017 fue muy alentador, los siguientes meses volvieron a verse marcados por una inflación notablemente moderada**. Estas fluctuaciones tan marcadas encontraban su base en gran parte en el mercado laboral, donde el desempleo y el subempleo provocaban una presión a la baja en los salarios y, por ende, sobre los precios. Teniendo en cuenta el transcurso del sector energía, así como la falta de consistencia en la recuperación del mercado laboral, a finales del año 2017 **el BCE anunció** un esperado descenso en los datos de la inflación de la eurozona. Las previsiones contaban con **la ralentización del IPC hasta el año 2019**, en el que se esperaba obtener una cifra del 1,5%.

De manera generalizada se puede concluir que el sector energético ha sufrido amplias fluctuaciones a lo largo de esta última década y ha repercutido con fuerza dichos cambios en el agregado general del IPC. En el **gráfico 8** se ha desagregado el IPC en los siguientes componentes: alimentos, alcohol y tabaco; energía; bienes industriales no energéticos y servicios para poder analizar el impacto y la evolución de cada una de las partes.

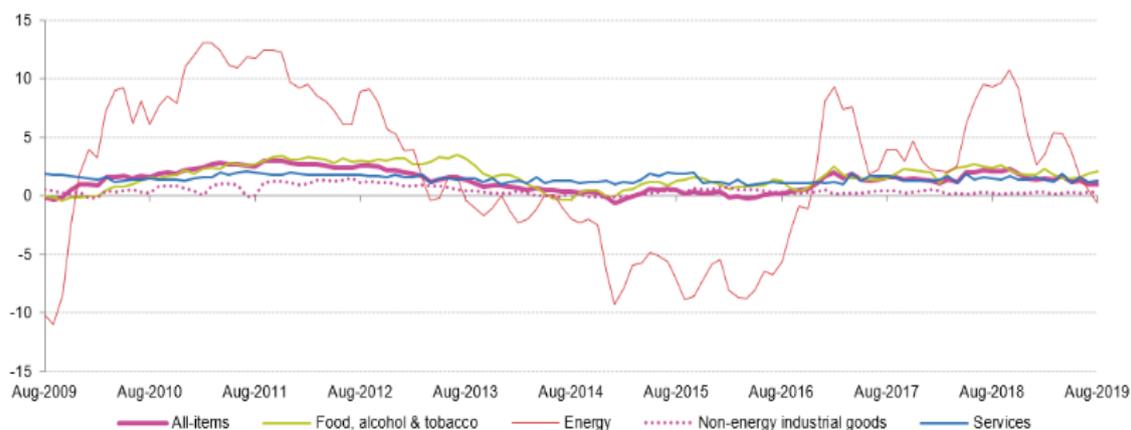


Gráfico 8. Inflación anual y sus componentes en la eurozona (expresado en %)

Fuente: Eurostat

Salta a la vista que, mientras la mayoría de componentes siguen una evolución muy similar, el sector energético se desmarca del resto con un diferencial muy elevado. Añadido a esto se trata del sector que más ha fluctuado estos últimos años. Si bien, la mayoría de segmentos aportan consistencia al IPC, aquel que mayor peso representa para la zona euro son los servicios, los cuales afortunadamente se han mantenido bastante estables.

Podemos concluir que **en los últimos años la inflación ha sufrido un comportamiento muy oscilante** y que, por tanto, todavía queda mucho recorrido para poder afianzar el índice de precios de la eurozona. Llegar a las cifras objetivo del BCE, en torno al 2%, está resultando un proceso mucho más lento de lo que se esperaban y **las previsiones no apuntan hacia una estabilización de los precios en el corto o medio plazo**. Las políticas expansivas que se están aplicando por parte de la autoridad monetaria no llegan a compensar otros factores que minoran los precios agregados. De nuevo es necesario un estímulo externo que favorezca una mejora de la situación de desempleo y con ella una presión al alza de salarios y finalmente en los precios.

EXPECTATIVAS Y PREVISIONES INFLACIONISTAS

A pesar de que la evolución de los últimos años ha estado muy influida por la energía, como ya hemos analizado, desde una perspectiva temporal amplia parece que la inflación se ha estabilizado desde mediados del año pasado. Esto no quiere decir que los valores alcanzados se aproximen a los objetivos que tiene el BCE. En el **gráfico 9** queda reflejada la evolución de la inflación en varios de Alemania, Francia, Italia, España y Portugal como representación de la eurozona.

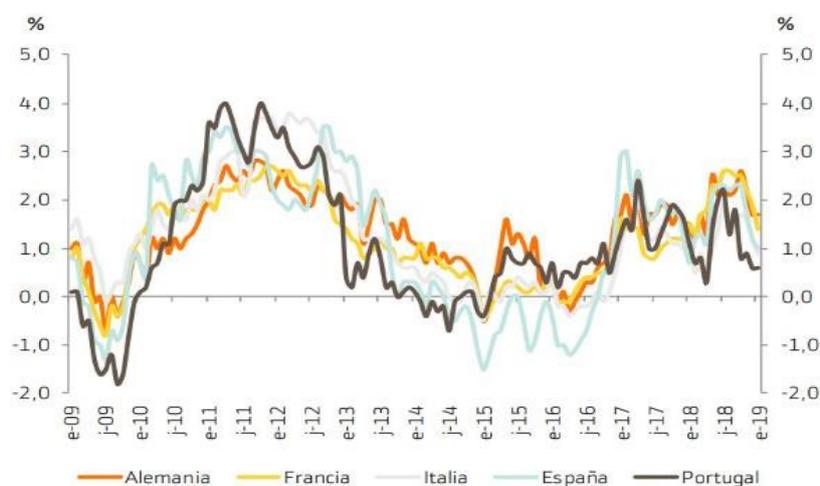


Gráfico 9. Previsiones del IPC en las economías de la eurozona

Fuente: Bankinter. Publicaciones económicas

Como puede verse todas las economías sufren una evolución muy semejante, con la diferencia de que algunas sufren variaciones más amplias, como sería el caso de España. Se puede observar como desde el año 2016 las economías comenzaron a reactivar sus precios hasta principios del año 2018, cuando hubo un repunte que favoreció el aumento del IPC hasta valores que incluso llegaban a superar el 2%. No obstante, poco después volvieron a caer estos valores de manera que el IAPC de la zona del euro en media se redujo hasta el 1,6 % en diciembre de 2018 motivado, nuevamente, por las fluctuaciones en los precios de la energía.

A día de hoy se espera que el IPCA alcance un promedio del 1,2% al finalizar el presente año 2019. No obstante, el descenso en los precios del crudo, así como todos los activos financieros vinculados a esta variable, fue mucho más acusado de lo que se había previsto, motivo por el cual se espera que la demanda de petróleo se vea reducida en los últimos meses de 2019, lo que provocará una nueva caída en la inflación de la zona del euro de aquí a final de año. Teniendo en cuenta esto, las últimas previsiones realizadas por el BCE en este mes de septiembre, recogidas en la **tabla 3**, se han centrado especialmente en la corrección de las previsiones del año 2020 que será el principal afectado por el cambio en precios de la energía.

	September 2019				June 2019			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
IAPC	1.8	1.2	1.0	1.5	1.8	1.3	1.4	1.6
		[1.1 - 1.3] ¹⁾	[0.4 - 1.6] ¹⁾	[0.7 - 2.3] ¹⁾		[1.2 - 1.4] ¹⁾	[0.7 - 2.1] ¹⁾	[0.8 - 2.4] ¹⁾
IAPC excluida la energía	1.3	1.2	1.4	1.6	1.3	1.2	1.5	1.7
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1.0	1.1	1.2	1.5	1.0	1.1	1.4	1.6
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ²⁾	1.0	1.0	1.2	1.5	1.0	1.1	1.4	1.6

Tabla 3. Previsiones macroeconómicas en términos de IPC

Fuente: BCE, proyecciones macroeconómicas e informes trimestrales

El impacto que ha reflejado el BCE en la inflación se ha traducido en una **reducción de las previsiones inflacionistas de hasta 40 puntos básicos para el año que viene**. De igual manera las cifras previstas para este año y el 2021 se han reducido en 10 puntos básicos. Sin embargo, si atendemos a la partida del IAPC excluyendo la energía veremos que las modificaciones de la inflación prevista son mucho menores. Concluyendo en términos globales se puede constatar que la caída en el índice de precios será especialmente notable este año que viene, alcanzando mínimos históricos. No obstante,

se espera que la inflación se vea reforzada a lo largo del año 2021. En el **gráfico 10** se reflejan las variaciones interanuales registradas en el IPC así como la previsión para los próximos dos años, de acuerdo con los datos aportados por el BCE.



Gráfico 10. Evolución y previsiones del IPC en términos interanuales de Europa

Fuente: Caixa Bank research, indicadores y previsiones macroeconómicas

Los resultados del análisis económico, dejan a la luz la precariedad que concierne a Europa en lo que a IPC se refiere puesto que, así como durante el 2017 y el 2018 parecía comenzar a consolidarse la recuperación de los precios, este 2019 y, aparentemente, el 2020, se verán nuevamente azotados por un brusco cambio en los precios del sector energético empujando el agregado de precios nuevamente hacia abajo. Estos resultados confirman que todavía es muy necesaria la acomodación monetaria por parte del BCE para garantizar la salud económica de la eurozona; así como la política monetaria expansiva que ha aplicado la autoridad monetaria no ha sido capaz de reactivar el crecimiento del PIB, parece que tampoco ha conseguido acercarse a su principal objetivo, reactivar el crecimiento de los precios con la contundencia y estabilidad suficiente.

4.2 - EL IMPACTO EN ESPAÑA

Ya se ha mencionado con anterioridad que las medidas aplicadas por el BCE a lo largo de esta crisis, si bien tienen efectos comunes en todos los países miembros, pueden tener respuestas algo diferentes dependiendo de las características de la nación. Resulta por tanto de interés analizar la evolución que está experimentando España en la actualidad y destacar sus posibles diferencias con la media de los países de la eurozona con algunos de los datos más relevantes en materia macroeconómica que se han dado en España.

4.2.1 - TIPOS DE INTERÉS EN ESPAÑA, ¿DEMASIADO BAJOS?

De acuerdo a los datos de la bolsa de Madrid la deuda pública española a diez años llegó este mes de mayo con unos tipos de interés que alcanzaron mínimos históricos por debajo del 1% como puede verse en el **gráfico 11**. Por otro lado, la prima de riesgo española se sitúa con una diferencia de solo 90 puntos con respecto al bono alemán. Esta tendencia positiva para el Tesoro Público se debe a la incertidumbre que engloba a la economía mundial, de manera que España se comienza a convertir en una opción más atractiva para los inversores.

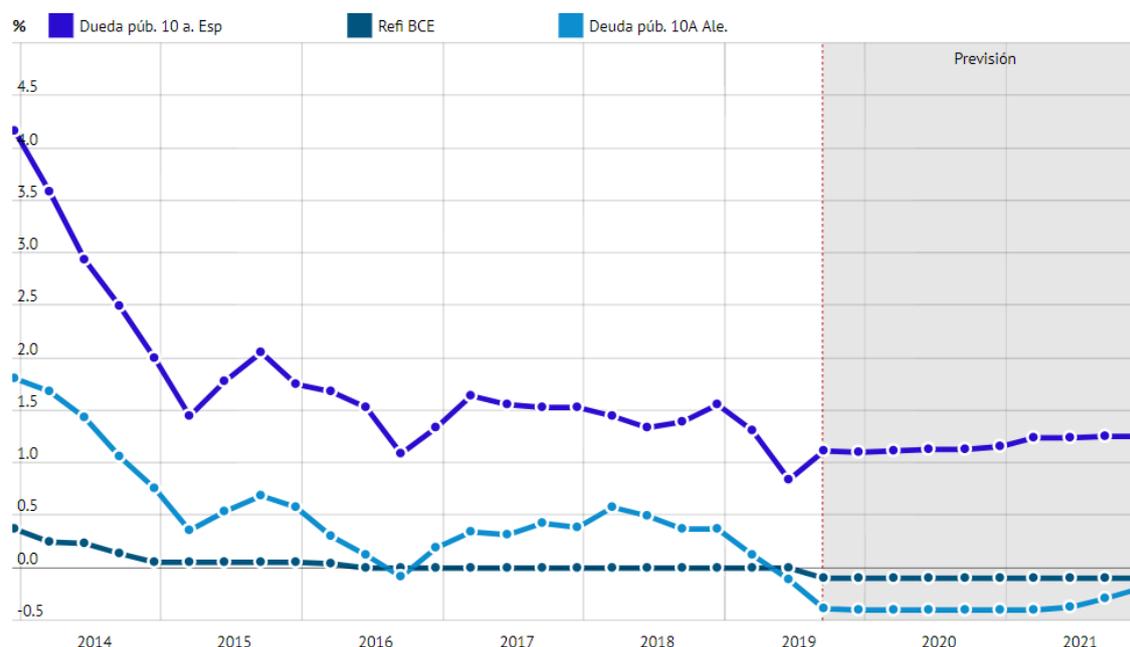


Gráfico 11. Evolución y previsiones del bono español y alemán a 10 años

Fuente: Caixa Bank research, indicadores y previsiones macroeconómicas

Durante estos últimos años tanto los tipos de interés con los que se operan en el mercado interbancario, como la rentabilidad proporcionada por la deuda pública se han visto contundentemente reducidos teniendo en cuenta los últimos datos que se han analizado con respecto a la evolución del crecimiento y la inflación en la eurozona. A esto se le suman las continuas medidas expansivas que está implementando el BCE con el objetivo de generar un estímulo monetario suficiente. En general, unas condiciones financieras tan favorables como las que rodean al marco europeo provocan un elevado riesgo de repetir lo ya ocurrido hace diez años durante la crisis debido a la elevada dependencia del país por los bajos tipos de interés. Según datos del Banco de España (BDE) desde finales del año pasado el endeudamiento de las familias españolas vuelve a incrementarse. Este pasado diciembre, los pasivos de las familias españolas estaban valorados en un 0,9%

más que en diciembre de 2017 de acuerdo a los daos de las cuentas financieras llevadas a cabo por el BDE este último mes de abril. A pesar del aumento en el endeudamiento doméstico, el año 2018 cerró con una riqueza neta equivalente al 113% del PIB, lo que supone 7,6 puntos porcentuales menos que el año 2017. Es la primera vez en diez años en la que los activos netos de las familias disminuyen en el país. El sentimiento de los agentes económicos comienza a ser excesivamente relajado bajo la creencia ficticia de que los tipos de interés no volverán a subir, creando comportamientos replicados del pasado que será necesario controlar para no caer en las mismas trampas.

4.2.3 – EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO EN ESPAÑA

Las últimas proyecciones realizadas por parte del BDE respaldan la continuación de la fase expansiva por parte de la economía española hasta el 2021. Este crecimiento se verá apoyado por la política monetaria acomodaticia provista por parte del BCE y la suposición de la futura recuperación de los mercados de exportación en los siguientes años. Se espera por tanto que estos factores propicien el crecimiento de la economía española y, por ende, se disminuya progresivamente la actual tasa de desempleo, todavía demasiado elevada. De hecho, la economía española está creciendo, hoy por hoy, más rápido que las economías de los principales países miembros de la Unión Europea. En la **tabla 4** se presenta una comparativa entre los datos de crecimiento registrados y previstos, a comienzos del 2019, en la eurozona y en España.

Estimación PIB	2015	2016	2017	2018	2019 est.	2020 est.	2021 est.
España	3,4	3,2	3,0	2,5	2,3	2,1	1,7
Eurozona	1,6	1,7	2,5	1,8	1,0	1,3	1,4
<i>Diferencial España - UEM</i>	<i>180</i>	<i>150</i>	<i>50</i>	<i>70</i>	<i>130</i>	<i>80</i>	<i>30</i>

Tabla 4. Comparativa del crecimiento del PIB entre España y la eurozona

Fuente: Comisión europea. Pronósticos.

Basándonos en los pronósticos realizados a comienzos de este año se aprecia que mientras la media del crecimiento interanual del PIB de cara al año que viene en la zona euro oscila en un 1,3%, las previsiones para España cuentan con un diferencial a su favor de 80 puntos básicos, situándose en torno a un 2,1%. A pesar de que las cifras puedan tener un carácter positivo, el alto nivel de deuda con el que cuenta la economía española sigue

manteniéndose por encima del 90% del PIB, una cifra alarmante que será necesario reducir. Unido a esto se suma al contexto español la todavía muy elevada tasa de paro y la precariedad de los empleos teniendo en cuenta la gran cantidad de contratación temporal que hay en el país. Considerando estos datos, desde Bruselas se ha alertado a España de que cuenta con un riesgo de exclusión social elevado y se han recomendado reformas en el mercado laboral, así como aumentar el salario mínimo

Desde una perspectiva de medio o largo plazo, el BDE se espera una desaceleración del crecimiento en España en términos de tasas medias anuales que acercará sus datos a los del área monetaria. Esta pérdida en el dinamismo de la actividad económica encuentra su causa en el debilitamiento de la demanda interna que parecen pronosticar las últimas previsiones de la Contabilidad Nacional. A esto se suman los ya mencionados riesgos exteriores que están causando una gran incertidumbre en toda Europa. Teniendo en consideración estos factores, el BDE realizó sus últimos pronósticos este mes de septiembre, donde se penalizó con fuerza a la inversión de las empresas y el consumo privado.

4.2.4 – INFLACIÓN ESPAÑOLA, EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS

En términos generales el índice de precios en España ha fluctuado con más fuerza de lo que lo ha hecho en la eurozona tanto en los periodos de depresión de precios como en periodos alcistas. El **gráfico 12** muestra un histórico de las tasas de inflación registradas tanto en España como en la eurozona siendo visibles las diferencias o *gap* que hay en su evolución.

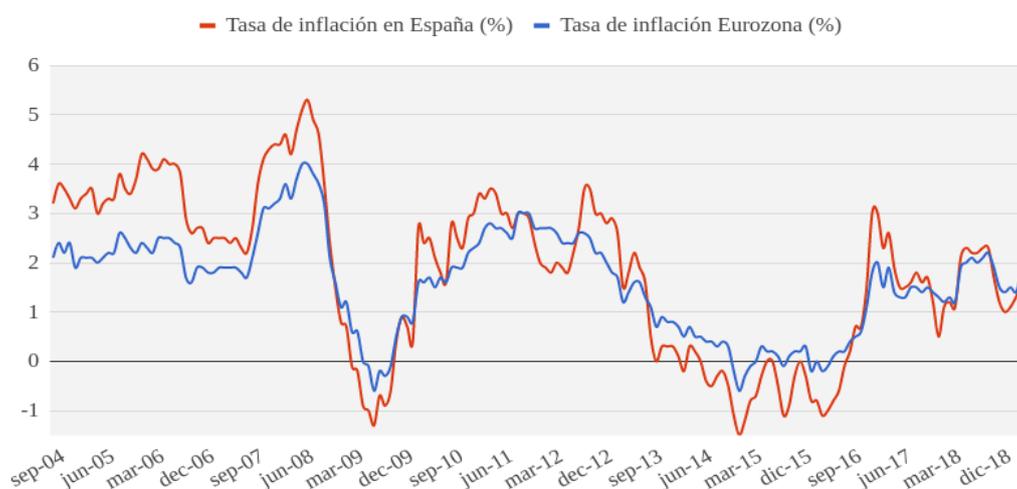


Gráfico 12. Evolución de la inflación en España y la eurozona

Fuente: INE y Eurostat.

Como puede apreciarse, los periodos de depresión son mucho más acusados en términos de precios para España, así puede verse tanto en el momento en el que se inició la crisis como en los años que siguen a la recaída del 2012. Por otro lado, en épocas expansivas España es mucha más propensa a la elevación de los precios. De hecho, los años previos a la crisis España se desmarcaba del resto de países de la eurozona con una inflación de casi hasta dos puntos porcentuales por encima de la media. Sin embargo, tal como se refleja en el **gráfico 13**, el mes de mayo comenzó un declive en precios que deriva de la ya mencionada caída en los precios de la energía.

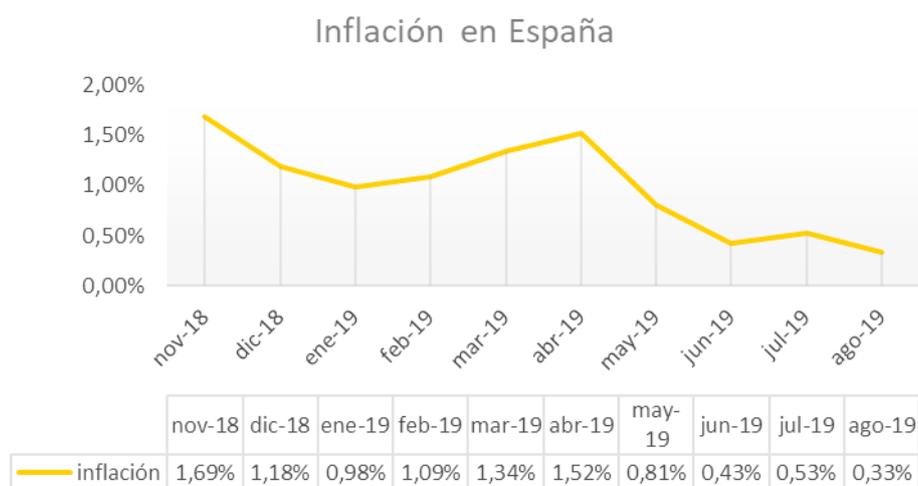


Gráfico 13. Evolución de la inflación en España de los últimos meses

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

Vemos, por tanto, que la evolución que sigue España en términos de precios sigue la misma senda que la eurozona y que, de hecho, el gap diferencial que tenía con respecto a la media de los países miembros se ha visto muy reducido en el último año. Se espera una caída en el IPC para los próximos meses al igual que en el resto de Europa que deberá tratarse de controlar, más aún teniendo en cuenta que las fluctuaciones pueden ser mucho más pronunciadas en España y que, por consiguiente, tendrían mayores repercusiones en el crecimiento.

5 - EL FUTURO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Como se ha visto a lo largo de este documento, alcanzar signos de recuperación económica supuso un gran esfuerzo por las autoridades monetarias que no sólo incluía políticas muy expansivas sino una gran innovación en los instrumentos y las estrategias monetarias. Es precisamente este movimiento innovador lo que ha provocado la gran incertidumbre que azota con fuerza a la economía en Europa. Teniendo en cuenta que

nunca antes se habían aplicado medidas como las que surgieron a lo largo de la última crisis, no hay precedentes en los que basarse para encaminar a los mercados financieros hacia una normalización monetaria. Si a esto le unimos la todavía precaria situación de la economía actual nos encontraremos ante una temerosa autoridad cuyos miedos a provocar una recaída en la crisis están alargando la política expansiva en materia monetaria.

Son varias las corrientes económicas que comienzan a barajar la idea de que **la economía de los países desarrollados podría encontrarse estancada**. A la vista está rezagada recuperación en la que ni la inflación ni la actividad económica responden a los fuertes estímulos expansivos. Estas hipótesis defienden que para poder impulsar la economía con suficiente fuerza habrían sido necesarios unos tipos de interés tan bajos que llegaran a valores negativos como ya hemos visto en apartados anteriores. Ante la imposibilidad de llegar a los valores que corresponderían con el equilibrio que se pretende en la actividad económica, los niveles de inflación también terminan por situarse en valores inferiores a los deseados. Estas hipótesis toman origen en el hecho fehaciente del dominio del ahorro sobre la inversión que se está viviendo en la mayoría de economías desarrolladas. Como se ha analizado a lo largo del epígrafe dedicado a los tipos de interés, el BCE está evaluando distintas alternativas que permitan favorecer la consolidación del crecimiento dando el empujón que necesita la economía mediante distintas vías, tratando de sortear la trampa de liquidez en la que actualmente se ha visto atrapada la eurozona. Si bien se habían puesto sobre la mesa alternativas que barajaban el cambio en los objetivos de la inflación, estas medidas se habían descartado con firmeza puesto que su complejidad y falta de seguridad ponían en entredicho la credibilidad del BCE en la puesta en marcha de estas estrategias. Sin embargo, **una alternativa** al cambio de objetivos en la inflación que se ha valorado requeriría la incorporación, o más bien el mantenimiento, de **las medidas no convencionales como aliadas de la política monetaria tradicional**.

La opción de **mantener las medidas no convencionales como métodos estables de la política monetaria** resulta de gran interés especialmente en todas aquellas economías en las que el mecanismo de transmisión haya dejado de estar operativo con la suficiente eficacia como para regular el mercado financiero. Esta estrategia se valdrá principalmente de dos patas para sustentarse, por un lado, el programa de compra de activos, *Quantitative Easing*, y, por otro, unos anuncios de *forward guidance* que apoyen el resto de las estrategias de la política monetaria actual para reforzar sus resultados. El objetivo de la

estrategia de *forward guidance* pretende **ofrecer seguridad acerca del mantenimiento de unos tipos de interés bajos** de aquí a un futuro, de manera que las economías domésticas y las empresas puedan continuar operando con tranquilidad y confianza sin hacer mella en el comportamiento de la economía global y su crecimiento. A pesar de que esta estrategia parezca a primera vista bastante sencilla, requiere un especial cuidado y atención puesto que de no resultar lo suficientemente creíble, una comunicación puede crear una desconfianza tal que provoque un efecto mariposa cuyo final derive en un efecto totalmente contrario a lo deseado, provocando una recaída. Por otro lado, el programa de compra de activos *quantitative easing* **garantiza la credibilidad de las comunicaciones** realizadas por las autoridades monetarias mediante la adquisición de estos activos, de manera que constituye una apuesta más para poder reducir los tipos de interés a largo plazo. Esta medida conlleva además otra ventaja que no debe menospreciarse, el **apoyo en la demanda de determinados activos** favorece el movimiento de los mercados financieros y, consecuentemente, también a la economía.

La aplicación de esta alternativa se basa en contextos en los que los tipos de interés presentan unos márgenes verdaderamente ajustados y que, por tanto, no podrán reducirse tan apenas para influir en la evolución de la economía. Actualmente la eurozona cuenta con unos tipos del 0% por lo que el margen de maniobra ha desaparecido por completo, haciendo muy interesante esta alternativa.

Aunque es cierto que las nuevas formas no convencionales de política monetaria han cobrado una gran relevancia y que son muchos los expertos que creen que se adoptarán varias de ellas como medidas ordinarias, se debe tener en cuenta que el uso excesivo de estas medidas lleva consigo el riesgo de incrementar la inestabilidad financiera. Es por ello que el BCE debe sopesar con gran medida cuál es el camino que quiere recorrer con las decisiones que se adopten y anuncien en los meses venideros. Las últimas noticias que se han recibido por parte de la autoridad monetaria apuntan a una apuesta por esta última alternativa puesto que la dinámica propuesta continúa con unos tipos de interés bajos y da comienzo a un nuevo programa de compra de activos antes de finalizar el presente año. A continuación, pasaremos a analizar cuáles han sido los últimos movimientos ejercidos por el BCE y, por tanto, cuáles son las previsiones para la política monetaria.

5.1- ÚLTIMAS NOTICIAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Lideradas por la prevención, **las autoridades europeas no han tenido inconveniente en demorar todo lo que sea necesario una posible subida de los tipos de interés** durante estos últimos años con tal de garantizar que no se producirá una nueva recaída en la crisis. Aunque los anuncios que se habían venido realizando durante los últimos meses daban a entender una subida de tipos al finalizar el verano del presente año, unos datos preocupantes sobre el crecimiento europeo han constituido motivo suficiente como para no arriesgarse a tensar la economía en una situación tan precaria. Fue así como el BCE hizo finalmente público en marzo de este año que continuaría proporcionando liquidez a los bancos semanalmente a tipo 0%, que penalizaría el exceso de depósitos en reservas a un 0,4% y por último determinó la facilidad marginal de crédito en un 0,25%. La motivación que sustenta esta decisión fueron los últimos datos obtenidos sobre el PIB de la eurozona donde se determinaba un incremento de 0,2% en el último trimestre del año 2018, algo preocupante teniendo en cuenta que este mismo dato en 2017 se situaba en un 1,1%. De esta manera, no solo se terminó por aplazar un incremento en los tipos, sino que se han rebajado las expectativas de crecimiento que se tenían sobre la zona euro a la vista de los resultados disponibles en el momento. Esta misma secuencia se repitió con las últimas noticias que se habían recibido durante el verano de 2019, las cuales anunciaban que la primera subida de intereses se verá planificada para el primer semestre del año 2020 y no a finales del presente año como se había previsto inicialmente. **Este reiterado aplazamiento es un síntoma de una Europa todavía demasiado débil** que carece de signos inflacionistas u otros indicadores de recuperación lo suficientemente contundentes como para que garanticen cierta estabilidad de cara al impacto que supondría la prorrogada subida.

Contra todo pronóstico este mes de septiembre las noticias económicas se cubrieron con un acontecimiento fuera de lo esperado. Tras cinco meses consecutivos en los que el **euríbor** no había parado de caer, **este mes de septiembre repuntó hasta niveles que no se habían visto desde hace año y medio** como puede apreciarse en el **gráfico 14** donde se refleja la evolución que ha experimentado el euríbor a lo largo de este año 2019. Esta inesperada reacción se debe, entre otras medidas, a una ingeniosa estrategia por parte del BCE en la que se ha realizado un sistema de escalones (*tiering*) con el objetivo de gravar los depósitos de las reservas bancarias sin penalizar tanto a las entidades como se hacía

para evitar un menoscabo excesivo en el sector bancario, el BCE ha aplicado ciertos matices. Hasta el momento, este tipo de interés actuaba a modo de impuesto sobre todas las reservas que superasen los mínimos obligatorios, por el contrario, a partir de ahora solo se aplicará si las reservas exceden seis veces el mínimo obligatorio. Este nuevo complemento que se ha añadido a la facilidad de depósito permitirá cierto desahogo a los bancos puesto que esos nueve mil millones a abonar se reducen hasta los cinco mil seiscientos millones. Es precisamente esta medida la que realmente está afectando al alza del euríbor, la cantidad de importes que se verán afectados por la penalización del -0,50% será inferior que antes, concretamente se liberarán más de ochocientos millones de euros, de manera que el impacto en los bancos será de menor índole, algo que finalmente se traduce como una subida de los tipos.

No obstante, el verdadero motivo de penalizar los depósitos a la vez que se hace mucho más flexible la aplicación de este tipo de interés se ve reflejado en la **nueva remesa de operaciones TLRO**. Como tercera medida el BCE determinó que en las operaciones TLRO acordadas en esta tanda el tipo de interés sería del 0%, pero en caso de superar ciertos umbrales de crédito el BCE cargará el interés de las facilidades de depósito, el -0,50%, lo que se traduce en un pago de intereses por parte del BCE a los bancos con el objeto de que presten más dinero al sector privado.

Lo que se pretende con esta nueva batería de medidas que se han adoptado recientemente por parte del BCE es **continuar aplicando medidas de política monetaria muy expansiva, para ahuyentar todo indicio de comportamiento deflacionista**, pero tratando de dañar lo menos posible a los bancos. A la luz de esta última decisión tomada por el BCE podemos confirmar que **los tipos de interés**, a pesar de ser un instrumento por excelencia de la política monetaria convencional, **se están empleando con un grado de originalidad que los han convertido en una nueva medida no convencional** de las instituciones monetarias. Queda claro que el objetivo de este rompe cabezas con los tipos de interés es empujar y presionar a los bancos a ofrecer más créditos y con un coste menor de manera que la inyección de liquidez en el sistema sea más consistente.

5.2 - QUANTITATIVE EASING, PROYECCIONES

Ante la precaria situación de la economía europea el pasado jueves 12 de septiembre el BCE anunció de manera oficial que las especulaciones sobre **retomar los programas de**

compras de activos estaban en lo cierto puesto que a partir del 1 de noviembre el BCE se compromete a realizar una inversión de veinte mil millones de euros mensuales. El principal objetivo de este nuevo ciclo de compra de activos es buscar cierto acomodamiento que suavice el impacto que puedan causar su última modificación en los tipos de interés. Aunque esta inyección de liquidez sea favorable para el sistema bancario y de cara a la reactivación de la demanda agregada, comienza a ser preocupante que, tal como se muestra en el **gráfico 15**, la evolución de los programas de compras de activos ha sido al alza y, lejos de comenzar a estancarse, sigue creciendo cada mes, aumentando el balance del BCE y alejándonos un poco más de la normalización económica.

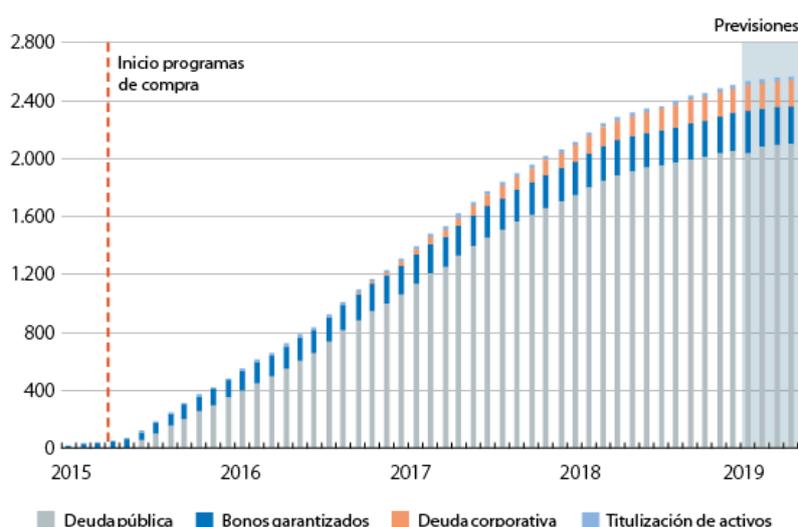


Gráfico 15. Compras netas de activos acumuladas del BCE (en miles de millones de euros)

Fuente: Caixa Bank Research. Publicaciones macroeconómicas

El programa de compra de activos espera mantenerse en el tiempo, como se aprecia en las previsiones del gráfico, de manera indefinida hasta que se haya estabilizado la inflación y el crecimiento de la eurozona, algo que por el momento no parece que vaya a ocurrir en el corto o medio.

El BCE también ha anunciado este 12 de septiembre que, por el momento, se planea reinvertir en los valores vencidos que fueron adquiridos a lo largo de los años que se ha mantenido activo el programa APP hasta que se considere necesario, dando por hecho, que se dilatará hasta más allá de la fecha en la que se decidan aumentar los tipos de interés, algo que sabemos que no llegará hasta el 2022 probablemente. Estamos por tanto ante otro dato que, a pesar de tener motivos tranquilizadores para los agentes es un claro signo de la debilidad económica que vive Europa puesto que todavía no parece ser capaz de

comenzar a caminar por su cuenta en el camino a la recuperación, siendo condición necesaria la asistencia del BCE para avanzar hacia su destino.

A día de hoy no solo la institución monetaria europea se ha planteado la puesta en marcha de nuevo del programa de compra de activos de la deuda pública, el resto de bancos centrales junto a la Reserva Federal, la cual lidera esta iniciativa, retoman medidas expansivas que propicien estímulos monetarios. La situación actual del comercio exterior y la imprecisa evolución que podría sufrir China en materias comerciales ha alertado a los bancos centrales, los cuales han querido asegurar la estabilidad de las distintas economías creando un contexto más favorable.

6 - CONCLUSIONES GENERALES

Tras realizar un barrido a lo largo de las distintas variables macroeconómicas que rodean a la eurozona se puede llegar a la conclusión de que la recuperación económica todavía tiene mucho recorrido si queremos alcanzar una situación de normalización monetaria y un flujo de actividad económica estable.

El crecimiento en términos de PIB real se ha visto drásticamente ralentizado e incluso parece haberse estancado en la mayoría de los países integrantes de la eurozona como es el caso de Alemania o, el ya analizado, de España. La falta de ánimo de la demanda interna junto a las tensiones comerciales globales y la incertidumbre política impiden el despegue de la actividad económica europea.

Las fluctuaciones energéticas, que golpean constantemente al índice de precios, unidas a las presiones de un precario mercado laboral que tan apenas comienza a estabilizarse desembocan en unas expectativas de inflación muy por debajo del objetivo del BCE del 2%. Dada la situación, cabe esperar que el BCE sea mucho más laxo en los próximos años con los objetivos de inflación puesto que no sólo no es la prioridad del momento, sino que preocupa más el riesgo de deflación.

A pesar de que el caso de Estados Unidos es el único semejante al que está viviendo actualmente la eurozona, el BCE aleja su camino de las decisiones que adoptó esta institución en los últimos años. Los temores de una recaída han provocado una respuesta por parte del BCE, cuyo objetivo es frenar la desaceleración, con la puesta en marcha de

una batería de medidas que incluyen una nueva apuesta por el programa de compra de activos. Por el momento, lejos de reducir el volumen de activos el BCE mantiene y aumenta el volumen de su balance con su estrategia de *quantitative easing*.

Como colofón de este despliegue de políticas expansivas, la autoridad monetaria ha anunciado que, hasta no ver una mejora consolidada de la situación económica en el área euro, no se aumentarán los tipos de interés. Una laxitud crediticia como la que se está viviendo en la zona puede provocar un espejismo en el que signos de recuperación no sean más que un reflejo de la reanimación asistida de la economía de la eurozona. Por un lado, empresas menos rentables que, en circunstancias normales, se verían ante la necesidad de modificar sus planes de negocio para poder continuar, están subsistiendo sin llevar a cabo ninguna reestructuración la financiación excesivamente accesible. Por otra parte, es posible que se esté dando paso a nuevos proyectos de los que se deriven rendimientos muy bajos pero que sean bien acogidos gracias a las condiciones crediticias. En general estas medidas están sacrificando el largo plazo con la intención de ver un alzamiento de las métricas macroeconómicas de crecimiento en el corto plazo.

El mandato de Mario Draghi no verá un final tan exitoso como se deseaba ya que no se ha podido ni empezar a desactivar las medidas no convencionales más potentes que se han venido aplicado durante la crisis.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO.

La política monetaria del BCE durante la crisis.

Recuperado de:

https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html

BANCO DE ESPAÑA.

La política monetaria del Banco Central Europeo en el Eurosistema.

Recuperado de:

https://www.generationeuro.eu/files/Monetary-policy_ES.pdf

BANKINTER.

Previsión del PIB Eurozona para 2019, 2020 y 2021.

Recuperado de:

<https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2016/8/31/previsiones-pib-Eurozona>

EL ECONOMISTA

La CE rebaja una décima su previsión de crecimiento en la eurozona para 2019.

Recuperado de:

<https://www.eleconomista.es/noticias/noticias/9863087/05/19/La-CE-rebaja-una-decima-su-prevision-de-crecimiento-en-la-Eurozona-para-2019.html>

BANCO CENTRAL EUROPEO.

Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2019.

Recuperado de:

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201903_ecbstaff~14271a62b5.es.html#toc2

CAIXA BANK RESEARCH.

Desaceleración incontestable en la eurozona.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/desaceleracion-incontestable-en-la-Eurozona>

BANCO CENTRAL EUROPEO.

Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2018.

Recuperado de:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201812_eurosystemstaff.es.pdf?957791cdc8ddab8ca8ada774961c61bb

BANCO CENTRAL EUROPEO.

Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, septiembre de 2018.

Recuperado de:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.ecbstaffprojections201809.es.pdf?c9b29e2d09d7121267169444c7f8554a>

BANCO CENTRAL EUROPEO.

Publicaciones y boletín económico para la zona euro.

Recuperado de:

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2019/Fich/bebce1901.pdf>

CAIXA BANK RESEARCH.

La demanda externa, detrás de la desaceleración de la eurozona.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/la-demanda-externa-detras-de-la-desaceleracion-de-la-Eurozona>

CAIXA BANK RESEARCH.

Perspectivas de la economía europea a medio plazo: menor crecimiento, pero con margen de mejora.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/perspectivas-de-la-economia-europea-medio-plazo-menor-crecimiento-pero-con-margen-de-mejora>

DEUTSCHE WELLE

La inflación retrocede en la zona euro.

Recuperado de:

<https://www.dw.com/es/la-inflaci%C3%B3n-retrocede-en-la-zona-euro/a-49049767>

CAIXA BANK RESEARCH.

Se confirma la desaceleración del crecimiento en la eurozona.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/se-confirma-la-desaceleracion-del-crecimiento-en-la-Eurozona>

BANCO CENTRAL EUROPEO.

Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2019.

Recuperado de:

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201906_eurosystemstaff~8e352fd82a.es.html#toc2

BANCO CENTRAL EUROPEO.

ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2019.

Recuperado de:

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201909_ecbstaff~0ac7cbcf7a.en.html#toc6

BANKINTER.

Previsión del IPC Eurozona para 2019, 2020 y 2021.

Recuperado de:

<https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2016/8/31/prevision-ipc-Eurozona>

PERIÓDICO ABC.

Caída de la inflación en los próximos meses por la moderación del petróleo.

Recuperado de:

https://www.abc.es/economia/abci-preve-caida-inflacion-Eurozona-proximos-meses-moderacion-petroleo-201902071457_noticia.html

EXPANSIÓN.

La inflación en la eurozona se mantuvo en el 1,2% en junio.

Recuperado de:

<https://www.expansion.com/economia/2019/06/28/5d15ebd5468aebf10b8b460e.html>

CINCO DÍAS.

La inflación de la zona euro sube al 2,2% en octubre, máximos desde 2012.

Recuperado de:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/11/16/midiero/1542364047_334772.html

MEDIA, T.

Inflación Europa - índice de precios al consumo armonizado europea.

Recuperado de:

<https://es.global-rates.com/estadisticas-economicas/inflacion/indice-de-precios-al-consumo/ipca/Eurozona.aspx>

CAIXA BANK RESEARCH.

La inflación general se moderó en mayo hasta el 0,8%.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/la-inflacion-general-se-moderó-en-mayo-hasta-el-08>

CAIXA BANK RESEARCH.

La inflación general repuntó en abril hasta el 1,5% y la subyacente, hasta el 0,9%.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/la-inflacion-general-repunto-en-abril-hasta-el-15-y-la-subyacente-hasta-el-09>

CAIXA BANK RESEARCH.

El sentimiento económico global recupera su tendencia bajista.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/el-sentimiento-economico-global-recupera-su-tendencia-bajista>

CAIXA BANK RESEARCH.

2019: un inicio de año mejor de lo esperado, pero persisten los riesgos bajistas.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/2019-un-inicio-de-ano-mejor-de-lo-esperado-pero-persisten-los-riesgos-bajistas>

CAIXA BANK RESEARCH.

La inflación general repunta en marzo hasta el 1,3% interanual, 2 décimas por encima del registro del mes anterior.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/la-inflacion-general-repunta-en-marzo-hasta-el-13-interanual-2-decimas-por-encima-del-registro-del>

CAIXA BANK RESEARCH.

Las consecuencias del nuevo entorno de condiciones financieras: entramos en terreno inexplorado.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/las-consecuencias-del-nuevo-entorno-de-condiciones-financieras-entramos-en-terreno-inexplorado>

ESPAÑA, E., NOTICIAS.

El BCE mantiene los tipos de interés y los dejará ahí hasta finales de 2019.

Recuperado de:

<https://www.efe.com/efe/espana/economia/el-bce-mantiene-los-tipos-de-interes-y-dejara-ahi-hasta-finales-2019/10003-3918199>

BANKINTER.

Rafael Alonso. *Previsión tipos de interés en la Eurozona para 2019 y 2020.*

Recuperado de:

<https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2016/8/31/prevision-tipos-interes-europa>

EL CONFIDENCIAL.

Sanz, E., Sanz, E., & Moreno. *Remontada del euríbor gracias a la subida encubierta de tipos del BCE.*

Recuperado de:

https://www.elconfidencial.com/vivienda/2019-09-17/euribor-hipotecas-bce-mario-draghi-tipos-de-interes_2236099/

EL CONFIDENCIAL.

Estrategia del BCE.

Recuperado de:

https://blogs.elconfidencial.com/economia/laissez-faire/2019-09-16/que-ha-hecho-bce_2231191/

FINANZAS.COM.

Casillas, C. *El mundo al revés: el BCE baja tipos y el euríbor sube.*

Recuperado de:

<http://www.finanzas.com/noticias/mercados/bolsas/20190918/BCE-baja-tipos-euribor-sube-porque-4024043.html>

MERCA2.

El BCE quiere rebajar los tipos de interés para reactivar la economía.

Recuperado de:

<https://www.merca2.es/bce-rebajar-interes-economia/>

ABC.

Tipos de interés negativos, un fenómeno nuevo con efectos imprevisibles en la economía.

Recuperado de:

https://www.abc.es/economia/abci-tipos-interes-negativos-fenomeno-nuevo-efectos-imprevisibles-economia-201909190203_noticia.html

INVERTIA.

Calvo, P. *Y el euríbor, ¿por qué sube si el BCE bajó los tipos al -0,50%?*

Recuperado de:

<https://www.invertia.com/es/noticias/prestamos--creditos/20190913/y-el-euribor-porque-sube-si-el-bce-bajo-los-tipos-al--050-298689>

EL ECONOMISTA.

El BCE retrasa la subida de tipos hasta el primer semestre de 2020.

Recuperado de:

<https://www.eleconomista.es/economia/noticias/9924318/06/19/El-BCE-retrasa-la-subida-de-tipos-de-interes-al-menos-hasta-el-primer-semester-de-2020-.html>

CAIXA BANK RESEARCH.

Europa, la principal víctima del shock de incertidumbre.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/europa-principal-victima-del-shock-de-incertidumbre>

CAIXA BANK RESEARCH.

La inflación y sus determinantes: una medida de nuestra ignorancia.

Recuperado de:

<https://www.caixabankresearch.com/la-inflacion-y-sus-determinantes-una-medida-de-nuestra-ignorancia>

ANEXOS

ANEXO I: LOS PILARES DE LA ESTRATEGIA MONETARIA DEL BCE

Las decisiones que adopta el BCE en términos de política monetaria se articulan en un análisis detallado de los posibles riesgos que rodean a la eurozona para garantizar la estabilidad de precios.

El análisis a realizar se lleva a cabo tomando dos perspectivas diferenciadas que aportan la información necesaria para adoptar decisiones que puedan tener efectos beneficiosos en el corto y largo plazo. Por un lado, la primera perspectiva desde la que se toma este análisis evalúa los indicadores de la evolución de los precios en el corto y el medio plazo, es lo que se conoce como análisis económico. Una segunda perspectiva es el análisis monetario, el cual contrasta los indicadores en el largo plazo.

Los siguientes epígrafes esquematizan el funcionamiento y el contenido de cada una de estas partes la estrategia realizada por la autoridad monetaria.

A - EL ANÁLISIS ECONÓMICO

Esta parte del análisis tiene por objeto valorar los riesgos a los que se expone la situación económica y financiera, así como la estabilidad de precios tanto en el corto y como en el medio plazo. Algunos de los factores de estudio en este análisis son agregados económicos como el PIB y la demanda agregada. Sin embargo, también son de interés factores del contexto legal como las políticas fiscales o la regulación del mercado laboral. Por último, se estudian factores de influencia con el exterior como sería la evolución del tipo de cambio, la balanza de pagos y la situación de la economía global. Teniendo en cuenta todos estos elementos es posible evaluar la situación y la dinámica de la actividad real, así como realizar una previsión de su futura evolución con suficiente certeza.

B - EL ANÁLISIS MONETARIO

El BCE ha individualizado el dinero de entre el conjunto de los indicadores clave seleccionados para su análisis detallado. Esta decisión se adoptó como resultado del reconocimiento de que el crecimiento monetario y la inflación presentan una íntima relación en los horizontes de medio y largo plazo. Esta relación, ampliamente aceptada, proporciona a la política monetaria un ancla nominal sólida y fiable, más allá de los horizontes convencionalmente adoptados en la elaboración de las previsiones de

inflación. Así pues, la asignación de un papel destacado al dinero en el marco de la estrategia fue también un modo de definir su orientación a medio plazo. De hecho, la adopción de decisiones de política monetaria y la valoración de sus consecuencias, basándose tanto en indicadores a corto plazo procedentes del análisis económico y de las condiciones financieras, como en consideraciones monetarias y de liquidez, permite al banco central ver más allá del impacto transitorio de las distintas perturbaciones y no verse tentado a adoptar una postura más activista.

ANEXO II: MECANISMO DE TRANSMISIÓN

Se trata del proceso mediante el cual el BCE puede trasladar las decisiones tomadas en el ámbito de la política monetaria al resto de la economía. De esta manera los cambios en la oferta monetaria se traducen en modificaciones en el nivel de producción, la tasa del paro y el índice de precios al consumo finalmente.

Este mecanismo tiene origen en la distribución de liquidez y comienza con el manejo de los tipos de interés a corto plazo. Cuando el BCE decide variar los tipos de interés este cambio se transmite al sistema bancario ya que los bancos centrales cubren sus necesidades de financiación gracias a estas operaciones a corto plazo que ofrece el BCE. Además, los bancos dependen de los tipos fijados por el BCE para compensar saldos interbancarios y cumplir con las exigencias de reservas que deben depositar. Una vez estos tipos se han trasladado a los principales bancos, las variaciones se llevan al mercado mediante la repercusión a las empresas y economías domésticas que requiera financiación o decidan invertir.

Otra de las consecuencias que desencadena el cambio en los tipos de interés es el cambio en las expectativas de los agentes económicos. Dependiendo de cómo haya actuado el BCE se harán a la idea de la situación económica del momento y de cómo es posible que evolucione, lo que finalmente tiene su impacto en los intereses de operaciones a largo plazo. Estos cambios en las expectativas harán mella en los precios que se ofrecen de los activos financieros que, a su vez, influirán en las decisiones de las empresas en cuanto a la inversión y en los hogares repercutirá sobre el gasto o el ahorro. Del mismo modo, dado que la oferta de crédito se verá alterada tanto en coste como en disponibilidad se verán de nuevo afectadas familias y empresas en consumo e inversión respectivamente.

Desde una perspectiva exterior las variaciones en los tipos de interés pueden afectar al tipo de cambio del euro, afectando a la competitividad de los precios de los bienes y servicios de la zona euros y, por ende, a las exportaciones e importaciones que se realizan en el comercio con el exterior.

Por último, en caso de que se alcancen los objetivos esperados de inflación en cuanto a estabilidad y expectativas los salarios deberían mantenerse en conformidad con ese mismo nivel.

En la siguiente **ilustración** se expone un esquema de cómo los tipos de interés afectan a la economía global del área monetaria, siendo el resultado final una alteración en la evolución de los precios. Además, habrá que tener en cuenta otro tipo de perturbaciones que están fuera del ámbito de control del BCE como son los cambios que se puedan producir en la economía mundial o las políticas fiscales que se estén aplicando en los países miembros ya que pueden influir notablemente en la evolución de los precios.

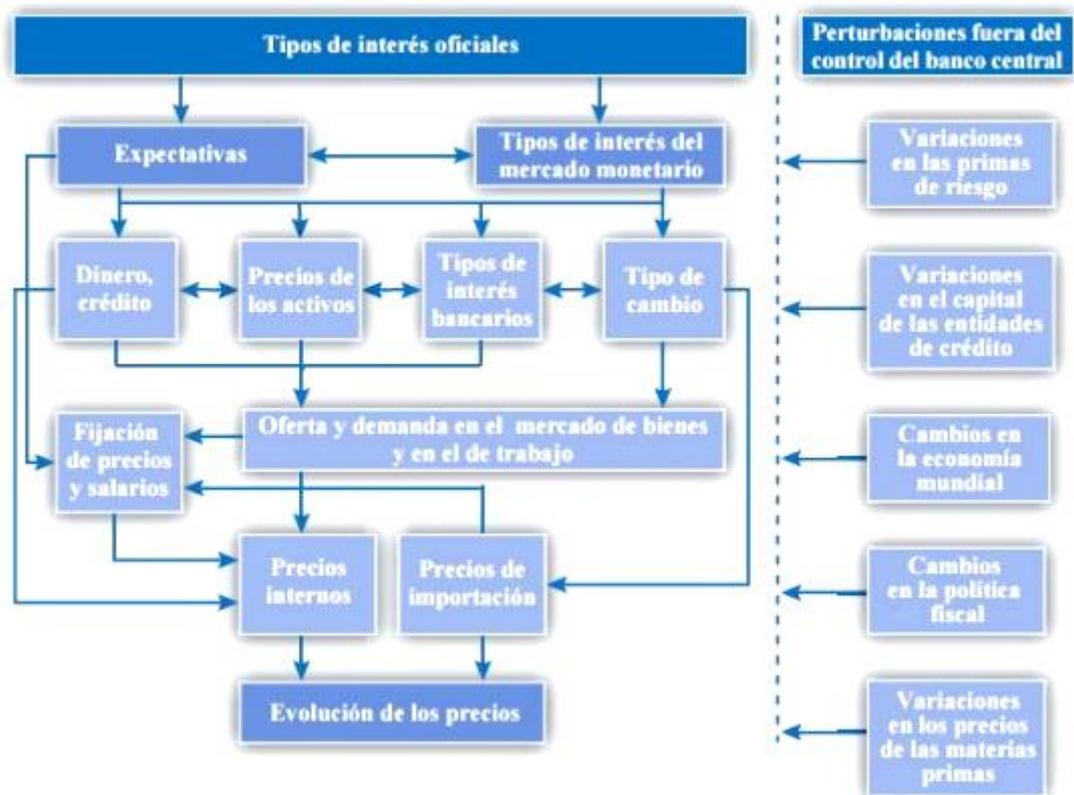


Ilustración 1. Mecanismo de transmisión del BCE

Fuente. BCE, política monetaria

Teniendo en cuenta los factores externos al BCE se espera que la variación en los tipos de interés no afecte de igual manera a todos los países que componen la zona euro, es por ello que en momentos de depresión severa o gran expansión se puede apreciar una notoria fragmentación horizontal entre los países miembros.

ANEXO III: POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONAL

Para poder hacer uso del mecanismo de transmisión, el BCE se vale habitualmente de distintos instrumentos y mecanismos a partir de los cuales consigue influir en el precio del dinero y de esta manera en la liquidez que circula en el sistema. Estos instrumentos son las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y las reservas mínimas que se les establecen a las entidades financieras.

A - OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO (OMAS)

Este tipo de operaciones desempeñan un papel fundamental en términos de política monetaria. Su objetivo principal es gestionar la liquidez en el mercado a través del control de los tipos de interés. Además, antes de la existencia del mecanismo *forward guidance*, proporcionaba a los agentes económicos indicaciones sobre la orientación de la política monetaria. Estas operaciones se realizan por parte del BCE en modo de subastas estándar, subastas rápidas o mediante procedimientos bilaterales, además el tipo mínimo de la operación de financiación que se aplica a es el conocido como tipo oficial.

Actualmente se dispone de cinco instrumentos para llevar a cabo operaciones de mercado abierto: operaciones temporales, operaciones simples, emisión de certificados de deuda, swap de divisas y captación de depósitos a plazo fijo. Mediante estos instrumentos estas operaciones terminan por categorizarse en cuatro tipologías diferentes tal como se muestra en el siguiente [panel](#).

Operaciones de política monetaria	Tipo de operación		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
Operaciones de mercado abierto					
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales	-	Una semana	Semanal	Subastas estándar
Operaciones de financiación a plazo más largo	Operaciones temporales	-	Tres meses	Mensual	Subastas estándar
Operaciones de ajuste	Operaciones temporales Swaps de divisas	Operaciones temporales Depósitos a plazo fijo Swaps de divisas	Sin normalizar	No periódica	Subastas rápidas Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	Operaciones temporales	Emisión de certificados de deuda	Normalizado/sin normalizar	Periódica/no periódica	Subastas estándar
	Compras simples	Ventas simples	-	No periódica	Procedimientos bilaterales

Tabla 1. Operaciones de política monetaria del Eurosistema (I)

Fuente. BCE, política monetaria

A.1 - OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN

Este tipo de operaciones están plateadas para realizar una inyección de liquidez con carácter regular. Estas operaciones temporales se realizan por procedimientos de subastas estándar y tienen una periodicidad y un vencimiento semanal habitualmente

A.2 - OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A MÁS LARGO PLAZO

Estas operaciones son muy similares a las anteriores en cuanto al objetivo que abarcan y el procedimiento por el que se llevan a cabo, subasta estándar, sin embargo, constan de una periodicidad mensual y su vencimiento es a tres meses de plazo

A.3 - OPERACIONES DE AJUSTE

Este tipo de operaciones se llevan a cabo de manera específica para gestionar el nivel de liquidez en el sistema y controlar los tipos de interés de manera que se puedan suavizar los efectos que provoquen las fluctuaciones del mercado. Estas operaciones se suelen realizar mediante operaciones temporales, swaps de divisas o bien mediante la captación de depósitos a plazo fijo.

A.4 - OPERACIONES ESTRUCTURALES

Las operaciones estructurales se inician cuando el BCE ve la necesidad de ajustar la posición estructural del Eurosistema. Se realizan mediante la emisión de certificados de deuda, operaciones temporales y operaciones simples.

B - FACILIDADES PERMANENTES

Las facilidades permanentes constituyen otro de los instrumentos más habituales empleados por el BCE en materia de política monetaria convencional. El objetivo de este tipo de medidas es proporcionar y absorber la liquidez a un día.

Facilidades permanentes				
Facilidad marginal de crédito	Operaciones temporales	-	Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida
Facilidad de depósito	-	Depósitos	Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida

Tabla 2 Operaciones de política monetaria del Eurosistema (II)

Fuente. BCE, política monetaria

Todas las entidades que operan en el Eurosistema pueden recurrir tanto a las facilidades marginales de crédito como a las facilidades de depósito.

B.1 - FACILIDAD MARGINAL DE CRÉDITO

Estos instrumentos permiten obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales contra activos considerados de garantía. El tipo de interés de estas operaciones constituye normalmente el límite superior para el tipo de interés de mercado a un día.

B.2 - FACILIDAD DE DEPÓSITO

Estos instrumentos se emplean para realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales. El tipo de interés de estas operaciones constituye normalmente el límite inferior para el tipo de interés de mercado a un día.

C - RESERVAS MÍNIMAS

El último de los instrumentos empleados por el BCE en cuanto a política monetaria convencional se refiere, son las reservas mínimas que se aplica a todas las entidades de crédito de la zona euro. El objetivo de esta medida es estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y crear o aumentar el déficit estructural de liquidez. Estas reservas se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación.

ANEXO IV: POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL

Como hemos visto a lo largo del análisis realizado en este trabajo, ante la falta de efectividad de la política monetaria convencional tras la gran recesión, las principales instituciones monetarias se vieron en la necesidad de idear una batería de nuevos instrumentos que apoyasen a los mecanismos habituales. Los nuevos mecanismos que surgieron de esta situación fueron los programas de facilidad de crédito, los programas de compra de activos o *quantitative easing* y la estrategia *forward guidance*.

A - FACILIDAD DE CRÉDITO AMPLIADA

Si bien esta medida engloba varios de los instrumentos que ya la habíamos analizado dentro de las medidas convencionales de política monetaria, la aplicación que se les dio desde la gran recesión salía fuera de lo común puesto que se estableció una potente inyección de liquidez en el sistema a tipos de interés fijo y con adjudicación plena. Es decir, desde el año 2016 el BCE estableció como medida de emergencia la concesión de crédito a un día sin ningún coste y a todo aquel que la solicitase ya que no había un límite.

Los tipos de interés de las operaciones principales de financiación quedaron a tipo cero, la facilidad de crédito al 0,25% y la facilidad de depósito se penalizaba al -0,4%, aunque como se analiza en el trabajo los últimos tipos penalizan en diez puntos básicos más los depósitos. Además, se amplió la lista de activos que se admitían como garantía y las entidades de contrapartida por lo que muchas más entidades podrían solicitar crédito.

Por otro lado, las operaciones de financiación a largo plazo ampliaron sus plazos, de tres meses a operaciones de seis, doce y hasta treinta y seis meses. De esta manera con periodicidad mensual se proporcionaba crédito a plazos muy elevados favoreciendo la liquidez en el medio plazo.

Además, se inyectan divisas de las que se considera que hay escasez en el sistema y el coeficiente de caja, o reservas mínimas, pasa a reducirse del 2% al 1%.

Por último, se ponen en marcha operaciones de financiación a más largo plazo denominadas *targeted longer term refinancing operations* (TLTRO), las cuales consistían en que las entidades que actuaban como contrapartes se comprometieran a conceder crédito al sector privado no financiero.

B - QUANTITATIVE EASING

Esta medida ha sido una de las más novedosas y originales que se ha aplicado por parte de las instituciones monetarias. De hecho, a pesar de haber sido muy efectiva debido a su originalidad está resultando complejo para las autoridades monetarias revertir estas acciones.

En términos globales este mecanismo consiste en comprar valores distintos de las acciones en mercados secundarios. Con su aplicación, el BCE interviene en los mercados de deuda pública y privada de renta fija a través de la compra de estos activos. Anteriormente, por el contrario, solo se limitaba a aceptar estos valores como garantía. Lo que se consigue de esta manera es la inyección de liquidez en el sistema y mejorar el rendimiento del activo que se adquiere.

Desde el año 2009 hasta el año 2015 se llevan a cabo programas que han terminado por denominarse de “*quantitative easing* a la europea” puesto que la inyección de liquidez que suponían se había esterilizado mediante operaciones de ajuste. Con esta metodología los bancos estaban solicitando menos liquidez de la que se esperaba así que en el 2015 entró en vigor el programa ampliado de compras de activos con el cual se pretendía realizar una inyección masiva de liquidez, aumentar el precio de los activos adquiridos a la par que se reducía su rentabilidad y la prima de riesgo y reducir los tipos de interés nominales y reales.

Mediante estas medidas se pretendía aumentar la tasa de inflación hasta recuperar valores positivos mientras que, por otro lado, se conseguía sanear y descargar a los bancos de ciertos activos a la par que se les proporcionaba liquidez para poder hacer llegar el crédito solicitado por las economías domésticas y las empresas.

C - FORWARD GUIDANCE

Esta estrategia, si bien aparentemente no tiene una complejidad técnica, resulta verdaderamente costosa de llevar a cabo sin fisuras, pero en caso de realizarla con éxito, sus resultados son muy positivos.

Se trata sencillamente de una estrategia de comunicación con el objetivo de influir en las expectativas de los agentes económicos para que su comportamiento sea el deseado,

acorde a la política monetaria aplicada. Anuncios como que los tipos de interés se mantendrán bajos durante un periodo prolongado de tiempo o bien que la retirada del programa de compra de activos se realizará de manera gradual y no de forma brusca, propician la tranquilidad de los agentes puesto que ya sabes a qué atenerse con la garantía del BCE.

Un claro ejemplo de la efectividad de esta medida bien empleada es en el anuncio realizado en 2012 por el presidente del BCE, Mario Draghi, en el que aseguró que tomaría todas las medidas que fueran necesarias para preservar el euro. Ese comunicado, sencillo, pero con gran significado, provocó una inmediata recuperación de la prima de riesgo en varios países de la periferia europea que se veían en una situación cada vez más comprometida, salvando así a estos países de la necesidad de ser rescatados.

ANEXO V: TEORÍA DE TAYLOR

La regla de Taylor es un indicador que permite determinar cuál es el tipo de interés óptimo para estabilizar la economía de un área en el corto plazo a la par que se mantiene el crecimiento en el largo plazo. Esta teoría fue ideada por John Taylor en el año 1992 y aún a día de hoy sigue sirviendo de guía a la hora de realizar análisis de la situación económica de un país o área.

La regla en cuestión tiene por objetivo determinar el nivel necesario en los tipos de interés para conseguir un equilibrio entre la inflación y el crecimiento. Para ello parte de la base de que en caso de que la inflación sea elevada, los bancos centrales aumentan los tipos de interés, y si se diera el caso de una inflación demasiado baja, los tipos también bajarían.

La regla de Taylor tiene en cuenta tres factores con los que se consigue calcular el nivel óptimo de tipo de interés:

- La inflación esperada y la inflación objetivo
- El PIB esperado y su tendencia en el largo plazo
- El tipo de interés neutral a corto plazo, consistente con el pleno empleo

Teniendo en cuenta estos factores se construye la siguiente ecuación:

$$r = r^* + [0.5 \cdot (\text{PIBe} - \text{PIBt}) + 0.5 \cdot (ie - it)]$$

Donde:

r = tipo de interés objetivo

r^* = tipo de interés neutral

PIBe = PIB esperado

PIBt = Tendencia del PIB a largo plazo

ie = tasa de inflación esperada

it = tasa de inflación neutral

Partiendo de esta fórmula se debe de calcular cuál es la diferencia entre la tasa de inflación del momento actual y la tasa objetivo deseada y cuál es la diferencia entre el PIB actual y el potencial. En caso de que el PIB esté por debajo del potencial sería necesario reducir

los tipos de interés. De igual manera, si nos encontramos con una inflación que supera la inflación objetivo, los intereses se verían aumentados para tratar de compensarla.

Si bien esta regla se emplea como referencia y guía de muchos análisis, son pocos los bancos centrales que estiman esta regla como práctica fuera de la teoría por su excesiva simplicidad a la hora de analizar la política que debería emplearse con respecto a los tipos de interés a aplicar. Hay dos faltas principales en esta teoría, por un lado, solo tiene en cuenta el presente, sin embargo, la política monetaria se basa en las previsiones que se tienen para el medio y largo plazo, por otro lado, no se están teniendo en cuenta factores ajenos al PIB o la inflación que pueden ser igualmente muy relevantes.

ANEXO VI: BALANCE CONSOLIDADO DEL BCE

A continuación, se presenta el balance consolidado del BCE a septiembre del año 2019.

Activo (millones de euros)		Saldo	Variación frente a la semana anterior debido a operaciones
1	Oro y derechos en oro	431.869	1
2	Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	341.917	-238
2.1	Activos frente al FMI	80.498	15
2.2	Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	261.420	-252
3	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	21.502	1.045
4	Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	18.644	-1.509
4.1	Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	18.644	-1.509
4.2	Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
5	Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	666.583	-27.745
5.1	Operaciones principales de financiación	2.804	783
5.2	Operaciones de financiación a plazo más largo	663.757	-28.549
5.3	Operaciones temporales de ajuste	0	0
5.4	Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5	Facilidad marginal de crédito	22	22
5.6	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0
6	Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	34.142	-1.317
7	Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	2.833.325	2.114
7.1	Valores mantenidos con fines de política monetaria	2.612.426	2.492
7.2	Otros valores	220.899	-378
8	Créditos en euros a las Administraciones Públicas	23.398	0
9	Otros activos	266.723	2.775
	Total activo	4.638.104	-24.873

Tabla 3. Activo consolidado del BCE a septiembre de 2019

Fuente. BCE, estados financieros

Pasivo (millones de euros)		Saldo	Variación frente a la semana anterior debido a operaciones
1	Billetes en circulación	1.252.207	2.811
2	Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	1.828.529	-30.842
2.1	Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	1.369.055	-25.851
2.2	Facilidad de depósito	459.474	-4.967
2.3	Depósitos a plazo	0	0
2.4	Operaciones temporales de ajuste	0	0
2.5	Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	-24
3	Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	3.782	-2.717
4	Certificados de deuda emitidos	0	0
5	Pasivos en euros con otros residentes en la zona del euro	447.158	730
5.1	Administraciones Públicas	311.967	3.189
5.2	Otros pasivos	135.191	-2.460
6	Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	226.868	1.099
7	Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	7.230	-175
8	Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10.376	-212
8.1	Depósitos y otros pasivos	10.376	-212
8.2	Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
9	Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	56.798	0
10	Otros pasivos	272.227	4.433
11	Cuentas de revalorización	425.728	0
12	Capital y reservas	107.201	0
Total pasivo		4.638.104	-24.873

Tabla 4. Pasivo consolidado del BCE a septiembre de 2019

Fuente. BCE, estados financieros

ANEXO VII: PROYECCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

En el presente cuadro queda constancia de las previsiones realizadas por el Banco de España este último mes de septiembre, así como las correcciones que se han realizado en comparación a las anteriores proyecciones teniendo en cuenta la situación de la economía actual.

	2018	Proyecciones de septiembre de 2019			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2019		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB	2,4	2,0	1,7	1,6	-0,4	-0,2	-0,1
Consumo privado	1,8	1,0	1,3	1,4	-0,8	-0,4	-0,1
Consumo público	1,9	1,8	1,3	1,2	0,0	0,0	0,0
Formación bruta de capital fijo	5,3	2,3	3,4	2,6	-1,9	-0,5	-0,3
Inversión en equipo, intangibles y resto (b)	4,1	2,3	2,9	2,3	-1,4	-0,6	-0,3
Inversión en construcción	6,6	2,3	3,9	2,9	-2,3	-0,4	-0,3
Exportación de bienes y servicios	2,2	2,2	3,0	3,3	0,6	-0,2	-0,2
Importación de bienes y servicios	3,3	0,5	3,2	3,4	-0,9	-0,6	-0,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,7	1,4	1,7	1,5	-0,9	-0,4	-0,2
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,3	0,6	0,0	0,1	0,5	0,2	0,0
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	1,7	0,8	1,1	1,5	-0,3	-0,2	0,0
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	1,0	1,1	1,4	1,6	-0,1	-0,1	-0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,5	1,8	1,3	1,5	-0,2	-0,2	-0,1
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	14,4	14,1	13,2	12,8	0,2	0,8	1,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,3	14,1	13,6	13,0	0,2	0,6	0,9
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,5	-2,4	-1,8	-1,5	0,0	0,0	0,1

ANEXO VIII: EL CAMINO DE LA FED HACIA LA NORMALIZACIÓN

Desde el primer momento en el que la Reserva Federal consideró la normalización de la política monetaria, realizó diversos anuncios en los que dejaba claro que la evolución de su política monetaria iría acorde a la evolución económica con el objetivo de no provocar tensiones innecesarias en una debilitada economía. La prioridad, por tanto, será la de garantizar el crecimiento y, ante todo, el empleo. Para garantizar el buen funcionamiento de la Forward Guidance, la Reserva Federal se aseguró de que cualquier cambio producido en términos de política monetaria pueda ser anticipado por los mercados evitando cambios bruscos e incertidumbre en los agentes.

Como un primer paso antes de comenzar la verdadera normalización monetaria, se redujo de manera paulatina la compra de títulos a comienzos del 2014 de manera que en un año aproximadamente la Fed logró mantener su balance estable. Tras un tiempo prudencial, durante el cual se había detenido por completo las compras de activos, comenzaron las subidas de interés atendiendo a las necesidades económicas. Poco después, en el año 2017 se dio un paso más en el que no solo no se compraban nuevos títulos, sino que se reinvertía solo en parte de ellos dejando otros fuera de su balance a vencimiento de manera que el balance se vería reducido poco a poco a la par que se continúan con subidas progresivas en los tipos de interés.

Siguiendo el ejemplo de la Reserva Federal, el BCE optó a mediados del pasado verano por anunciar la paulatina retirada de la Quantitative Easing de manera que el objetivo será conseguir un balance estable, frenando la inversión en activos. A la par que anunciaba el fin de la estrategia de Quantitative Easing emitía un anuncio tranquilizador hacia los mercados dejando claro que los tipos de interés no se iban a subir hasta al menos pasado el verano del presente año 2019. No obstante, tal como se analiza a lo largo del trabajo, las últimas decisiones adoptadas por el BCE alejan a Europa de la trayectoria que está siguiendo la FED en Estados Unidos puesto que no sólo no se van a incrementar los tipos de interés hasta dentro de uno o dos años, sino que el programa de compra de activos se reactivará este mes de noviembre para tratar de suavizar los efectos que el comercio exterior y la situación política tienen sobre Europa y, de este modo, darle un poco de impulso al crecimiento, actualmente estancado, de la zona euro.

ANEXO IX: DIFERENCIAS ENTRE LA FED Y EL BCE EN LA CRISIS

Tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo sufrieron las calamidades de la gran recesión y, ambos, adoptaron medidas no convencionales para combatir los destrozos que estaba causando la crisis. No obstante, hay algunos aspectos diferenciales entre el BCE y la FED que han provocado una evolución muy diferenciada.

Hay que tener en cuenta en primer lugar que el BCE se encuentra más restringido a la hora de actuar ya que procura seguir las directrices en lo referente a objetivos de inflación. Esta carencia de flexibilidad provoca una asimetría puesto que los objetivos para la FED son de control de la inflación mientras se maximiza el empleo, sin un marco tan rígido. Otro aspecto básico de gran relevancia es que, mientras el BCE debe lidiar con cada uno de los países que componen la zona euro, la FED solo necesita responder ante el Gobierno Federal. No sólo se trata del número de instituciones a las que rendir cuentas, el BCE tiene una complejidad mucho mayor y es que sus decisiones afectan a naciones cuyas políticas fiscales son muy dispares, las tasas de empleo varían de un país a otro con una elevada desviación y, por tanto, la inflación evoluciona de manera dispar en cada uno de ellos. Esto hace que lo que es una estrategia muy conveniente para un país pueda resultar más compleja para otro. Partiendo de esa base podemos analizar la evolución y las decisiones tomadas desde el comienzo de la crisis entre una institución y otra.

El primer punto de diferencias que se aprecia tiene lugar en los comienzos de la crisis, momento en el que la FED reaccionó con mucha más urgencia y contundencia de lo que lo hizo el BCE. Mientras la FED reducía los tipos de interés ya en el año 2007, hasta dejarlos en niveles muy cercanos a cero en el 2009, el BCE hizo todo lo contrario, ante la elevada inflación elevó los tipos de interés del mercado, superando hasta el 4% hacia finales del 2008. EL BCE no tomó la decisión de rebajar los tipos de interés hasta 2009, sin embargo, no solo fue mucho más lento en reaccionar, sino que la fuerza con la que lo hizo también fue menor puesto que mientras la FED mantenía unos tipos del 0,25%, el BCE solo bajó hasta situarlos en el 1%.

Otro aspecto diferencial es que, mientras la FED mantuvo el tipo del 0,25% de forma constante hasta la primera subida del 2016, el BCE volvió a subir los tipos en el año 2011, decisión de la que se retractó poco después bajando los tipos durante los años siguientes de manera progresiva hasta alcanzar el actual 0%.

Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, la evolución de los tipos de interés en el BCE mantiene una línea similar a la de la FED solo que con retardo. Además, ha tenido que alcanzar extremos con tipos nulos que la FED nunca llegó a necesitar.

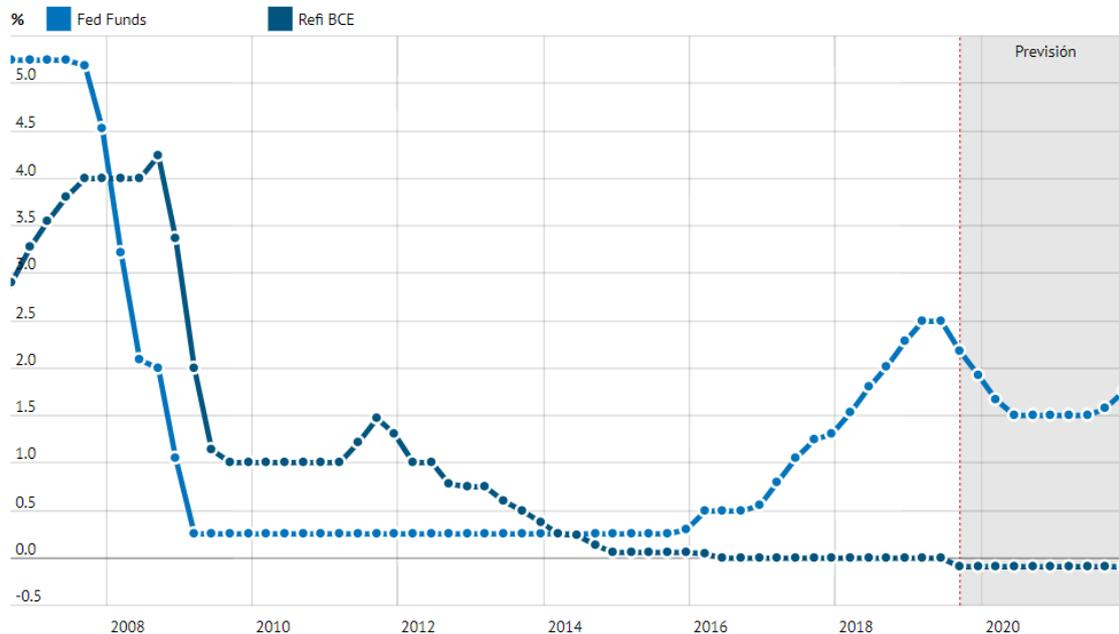


Gráfico 1. Mecanismo de transmisión del BCE

Fuente. Caixa Bank research, indicadores y previsiones

Ya a partir del 2016 la FED ha ido incrementando progresivamente su tipo de interés hasta un máximo del 2,5%, mientras tanto, el BCE se ha visto atrapado en los tipos al 0% y no hay previsiones de que esta situación cambie en los próximos años.

Por otro lado, en materia de política no convencional, mientras la FED invirtió elevadas cantidades de dinero en *quantitative easing* desde los inicios de la crisis, sin embargo, el BCE no alcanzó niveles tan elevados hasta el 2012. La diferencia de estos 4 años ha provocado el retraso en el crecimiento de la zona euro.

Se puede concluir con todo esto que Estados Unidos está mucho más próximo a alcanzar una recuperación estabilizada y que está siguiendo un buen ritmo para alcanzar la normalización de la política monetaria, por otro lado, el BCE al haber sido más rezagado en el comienzo de la crisis se encuentra en una situación de estancamiento, por lo que le será más complicado llegar a la normalización de la política monetaria y garantizar la estabilidad del crecimiento.

