



5. EL FIN DE LA POLÍTICA MONETARIA ULTRAEXPANSIVA DEL BCE: BALANCE Y PERSPECTIVAS

**CARLOS GÓMEZ FERNÁNDEZ, MIGUEL FERNÁNDEZ ACEVEDO
Y BLANCA NAVARRO PÉREZ**

Servicio de Estudios. Dirección de Estrategia

Instituto de Crédito Oficial

5.1. INTRODUCCIÓN

La contundente y decidida actuación de los bancos centrales fue clave para reconducir los episodios más graves por los que se pasó durante la reciente crisis financiera y económica. Es innegable el papel central que jugaron los banqueros centrales, con especial mención al caso europeo. La gravedad de algunas de las situaciones vividas exigió desplegar a una institución joven como el BCE, pero con un sólido prestigio ganado a pulso, todas las herramientas a su alcance para apuntalar el proyecto común que es el euro. Y todo ello dentro de un marco de actuación reducido y con un mandato únicamente centrado en el control de la inflación. Tuvo el BCE que explorar los límites de su marco jurídico, creando instrumentos nuevos con la vista puesta en salvaguardar la estabilidad financiera del área euro, como requisito para restaurar el canal de transmisión de la política monetaria y así que toda la acomodación monetaria que estaba implementado llegara a la economía real.

En este trabajo se realiza una revisión de la política del BCE que pretende salirse de los enfoques cronológicos más habituales para reflexionar sobre los instrumentos utilizados, sus fines y sobre el resultado conjunto de estos instrumentos. En efecto, se pretende analizar lo realizado por el BCE en estos años, que, en nuestra opinión, ha supuesto una modificación relevante de los parámetros habituales desde los que se analizaba la política monetaria. Así, como se verá, se ha procedido a una significativa ampliación del cam-



po de acción de la política monetaria, que tras estos años ha incorporado herramientas adicionales a las tradicionales sin perder aquellas.

La estrategia de salida ya está en marcha, y es un buen momento para reflexionar sobre lo diferente que es el BCE hoy frente a lo que era sólo unos años atrás. La retirada de los estímulos plantea retos, que se analizan en este estudio, pero lo cierto es que tras la respuesta a la pasada crisis, la política monetaria ya nunca volverá a ser lo que era. El BCE se ha dotado de una serie de instrumentos que incluso tras su retirada seguirán estando a su disposición para dar cumplimiento a su mandato explícito y al implícito de afianzar la moneda única.

5.2. LA DINÁMICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

Hasta la llegada de la pasada crisis financiera y económica mundial, el manejo de la política monetaria por parte del BCE se había llevado a través del instrumento típico: variando los tipos de interés oficiales con el objetivo de contener o impulsar el crecimiento de los precios para que las expectativas de inflación se mantuvieran ancladas por debajo, pero cercanas, al 2%, tal y como dispone su mandato.

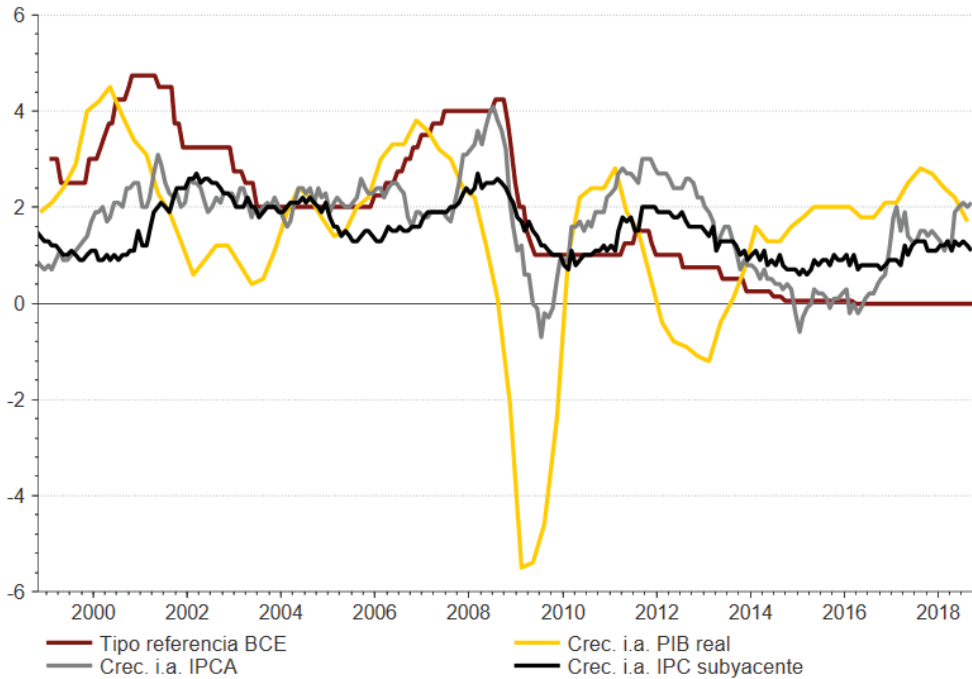
Así, el tipo principal de las operaciones de financiación, cuyo primer valor fue del 3% en 1999 en los inicios del euro, ha fluctuado entre el 4,75% que llegó a alcanzar en el año 2000 y el 0% en el que se encuentra desde marzo de 2016. De manera paralela han ido fijándose los tipos de la facilidad marginal de depósito y de la facilidad marginal de crédito, creándose a partir de la diferencia entre tales tipos el denominado pasillo de tipos, que se ha configurado como una herramienta básica de política monetaria.

El Consejo de Gobierno del BCE, en cada reunión sobre política monetaria, analiza la situación económica y financiera del área del euro y decide el nivel que estima más adecuado de los tipos de referencia para que las expectativas de inflación a medio plazo se aproximen al mencionado 2%. Aunque la trayectoria del BCE es todavía corta, las variaciones en los tipos han ido respondiendo, en términos generales, al ciclo económico: incrementándolos ante fases bajistas y reduciéndolos en las expansiones, no porque la política monetaria tratara de modular el ciclo económico en sí, sino porque las dinámicas inflacionistas estaban acompasadas con las cifras de crecimiento. Sin embargo, en caso de discrepancia ha prevalecido el objetivo de inflación, pues como sabemos es el único mandato al que debe responder el BCE.

En este sentido, aunque la adopción de las decisiones del Consejo de Gobierno conlleva un proceso mucho más complejo y el análisis de multitud de variables más, en el gráfico 1 se puede apreciar cómo el tipo de referencia ha ido respondiendo a las necesidades de cada situación en materia de inflación, siempre siendo conscientes de la información de la que se disponía en cada momento. En este sentido, si se atiende a los últimos dos años, se ha prestado una especial atención a la inflación subyacente y, como se verá posteriormente, a los indicadores sobre perspectivas de inflación, ya que observando únicamente con la variación del IPC general ya se estaría muy cerca del objetivo establecido en el mandato del BCE.



GRÁFICO 1. TIPOS DE REFERENCIA BCE, INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS

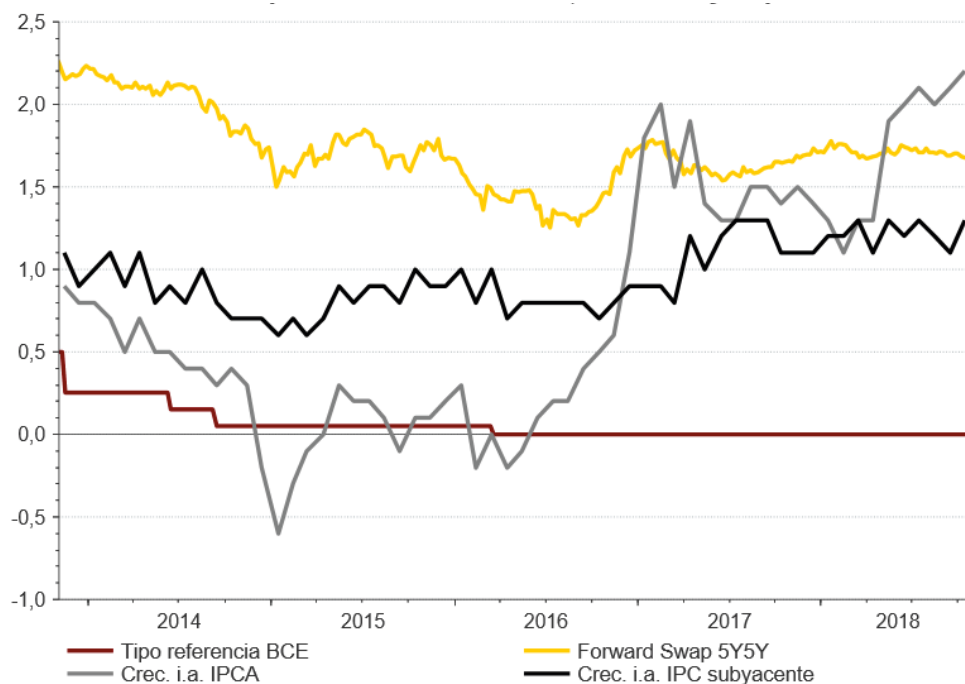


Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Sin entrar a analizar todo el recorrido histórico de los tipos de referencia y los posibles errores o aciertos del pasado, es interesante concentrarse en el año 2015. Aunque el crecimiento económico ya se encontraba en unos niveles que podrían considerarse satisfactorios, la inflación permanecía muy contenida. Y ello a pesar de que los tipos de referencia del BCE ya se encontraban en niveles extremadamente bajos, prácticamente en el cero. Esa baja inflación no era sólo la observada, sino que las expectativas también eran bajistas (ver gráfico 2) y comenzaba a aparecer uno de los «fantasmas» de los bancos centrales, aunque de momento sólo fuera en boca de los analistas: la deflación. Es por ello que el BCE necesitaba relajar todavía más su política monetaria, pero los tipos nominales no tenían recorrido a la baja.

En aquel momento, las estimaciones de la Regla de Taylor sugerían un nivel óptimo del tipo de interés por debajo de la cota inferior efectiva: sin entrar en disquisiciones sobre la trampa de liquidez y su nivel exacto, lo cierto es que el BCE decidió no aplicar un tipo principal para las operaciones de refinanciación negativo, aunque sí lo hizo en la facilidad de depósito, que se situó en los 40 puntos básicos negativos desde marzo de 2016. Así pues, la autoridad monetaria se enfrentaba al reto de salir de una situación de atonía de los precios y, sobre todo, de las expectativas de inflación sin más margen de bajadas de tipos. Para ello, tuvo que crear nuevos instrumentos de política monetaria, las denominadas medidas no convencionales.

GRÁFICO 2. TIPOS DE REFERENCIA BCE, INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Se amplía así el catálogo de instrumentos de la política monetaria y se hace no de manera circunstancial, sino para siempre. Como el propio Draghi ha afirmado en numerosas ocasiones, estas medidas no convencionales forman ya parte de la «caja de herramientas» a disposición del BCE y seguirán estándolo una vez se hayan retirado para su uso cuando sea necesario en el futuro.

5.3. LA AMPLIACIÓN DEL CATÁLOGO DE INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA

Los instrumentos «clásicos» de política monetaria son la fijación de los tipos de interés oficiales, el establecimiento de coeficientes de reservas mínimos, la operativa de las facilidades permanentes y la gestión de las operaciones de mercado abierto a determinados plazos. Todos ellos han funcionado desde la creación del BCE, para la efectiva aplicación de la política monetaria de cada momento.

Sin embargo, debido a la excepcionalidad de la situación que vivía la economía europea en el último decenio, el BCE ha ampliado su catálogo de herramientas. Para ello contó con el conocimiento que otorgaba la experiencia de otros bancos centrales como



la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) o el Banco de Japón que utilizaron estos instrumentos con anterioridad. Se suele denominar medidas no convencionales a este grupo de instrumentos que ha ido empleando el BCE en los últimos años para hacer frente a los retos que se le presentaban. Como decimos, ha sido el propio Consejo de Gobierno el que ha ido diseñando y moldeando los mismos, contando por supuesto con las experiencias previas de otros bancos centrales, aunque en Europa no existía una regulación explícita previa.

Distinguimos en este trabajo dos tipos de instrumentos: los que tratan de incidir directamente en los tipos de interés de la economía real y los que intentan mejorar el canal de transmisión de la política monetaria, sobre todo a través de la salvaguarda de la estabilidad financiera. No se trata de dos compartimentos estancos sino de una distinción académica a efectos de realizar nuestro análisis. Lo cierto es que en todos los instrumentos que se comentarán a continuación están presentes ambas funciones: la delimitación se realizará atendiendo a cuál de las dos funciones es la dominante. Con esta distinción nos alejamos del relato cronológico y adoptamos un punto de vista funcional, más útil para comprender cada una de las medidas, la justificación de su adopción y los efectos de su eventual retirada.

5.4. INSTRUMENTOS QUE AFECTAN DIRECTAMENTE A LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA ECONOMÍA REAL

Ante la proximidad al límite inferior efectivo de los tipos oficiales, el BCE ha ido adoptando una serie de medidas que trataban de influir en las curvas de tipos de los diferentes mercados para presionarlas a la baja, con el objetivo último de que esas reducciones se trasladaran a familias y empresas en forma de condiciones financieras más favorables.

En primer lugar hay que referirse a la **orientación de expectativas**, que básicamente se configura a través de los mensajes que periódicamente va lanzando el BCE en relación a sus intenciones futuras respecto de los tipos de interés oficiales. Típicamente, se menciona una fecha más o menos concreta antes de la cual el Consejo de Gobierno se compromete, en este caso, a no subir los tipos de interés. La primera vez que se utilizó expresamente fue en julio de 2013, al mencionar que los tipos se mantendrían en los mismos niveles o más bajos por un período prolongado de tiempo. Desde entonces el BCE siempre ha mantenido una orientación a medio plazo sobre sus intenciones respecto de los tipos de interés.

Esto envía una señal a los agentes, que adaptan sus expectativas a este mensaje. En general, los tipos se moverán a la baja ante esta mayor certidumbre en cuanto al período de tipos bajos. A veces se ha discutido sobre la utilidad de esta orientación, pues al final la política monetaria trabaja con una función de reacción en la que entran en juego muchos factores. Aquí la clave es la credibilidad y la disminución de la incertidumbre. Hay que decir que la política de orientación de expectativas ha sido eficaz, precisamente porque la credibilidad del BCE es grande y hasta el momento ha manejado estos men-



sajes de manera perfectamente coherente. Ha eliminado, y aquí entra en juego la disminución de la incertidumbre, la posibilidad de que se produzcan cambios abruptos en la política monetaria, pues las orientaciones se han ido sucediendo de manera coherente. También hay que señalar que las circunstancias no han cambiado de manera lo suficientemente brusca como para que el BCE se enfrentara al dilema de respetar su orientación de expectativas o reaccionar al cambio en las circunstancias. En todo caso, los mensajes del BCE no son incondicionales: se refieren a lo que ocurrirá de mantenerse la senda prevista; de hecho los responsables del BCE siempre se han mostrado preparados para reaccionar ante eventos imprevistos. Ante un hipotético imprevisto que exigiera del BCE un cambio respecto de la senda anteriormente trazada, el BCE se encontraría en una situación de riesgo, ya que si no fuera capaz de justificar adecuadamente su cambio de posición y/o, si tal cambio no fuera comprendido por los agentes económicos, podría producirse una merma en su credibilidad que sin duda dañaría la eficacia de este mecanismo de orientación de expectativas. No obstante, hasta la fecha tal situación no se ha dado, de forma que el BCE ha ido orientando sus políticas con mensajes que, transcurrido el tiempo, se han ido cumpliendo, lo que ha reforzado este mecanismo de orientación de expectativas.

Aunque en principio esta orientación de expectativas se ceñía a las decisiones sobre los tipos oficiales, lo cierto es que también ha sido utilizada para ir dando señales de la duración y volumen del programa de compra de activos. Se trata de una consecuencia lógica de que, como se verá, los instrumentos llamados en principio no convencionales se han convertido ya en un componente más del abanico de herramientas de política monetaria, y como tales, son susceptibles de esta orientación respecto de sus expectativas.

RECUADRO 1 – PALABRA DE DRAGHI

La política de comunicación del BCE ha sido tradicionalmente muy transparente, tratando de anunciar con cierta antelación los eventuales movimientos futuros y son pocos los casos en los que sus decisiones han sorprendido al mercado.

Sin embargo, esta política de comunicación ha ido un paso más allá al comenzar a realizar orientaciones de expectativas específicas sobre futuros movimientos de tipos, tamaño del balance, ritmo de compras, futuras acciones... El Consejo de Gobierno dispone de una nueva herramienta, tremendamente efectiva, que lanza mensajes a los mercados y que son interpretados de manera rápida por estos. La credibilidad es la base en la que se sustenta este sistema. Repasemos algunas de las frases que más impacto han tenido.

Un problema al que se enfrenta esta nueva herramienta es su eventual retirada. El BCE, en un contexto general que induce hacia una normalización de sus políticas, más aun teniendo en cuenta que a lo largo de 2019 contará con un nuevo Presidente, pudiera tener la tentación de ser menos previsible en aras de ganar margen de actuación. Dado que hasta ahora el BCE ha adoptado una política de comunicación muy clara respecto de sus intenciones futuras, pudiera quedar cautivo de esa previsibilidad, pues en el momento en que dejara de lanzar estos mensajes eso ya sería interpretado como un mensaje en sí mismo. A modo de ejemplo, los efectos de una menor orientación de

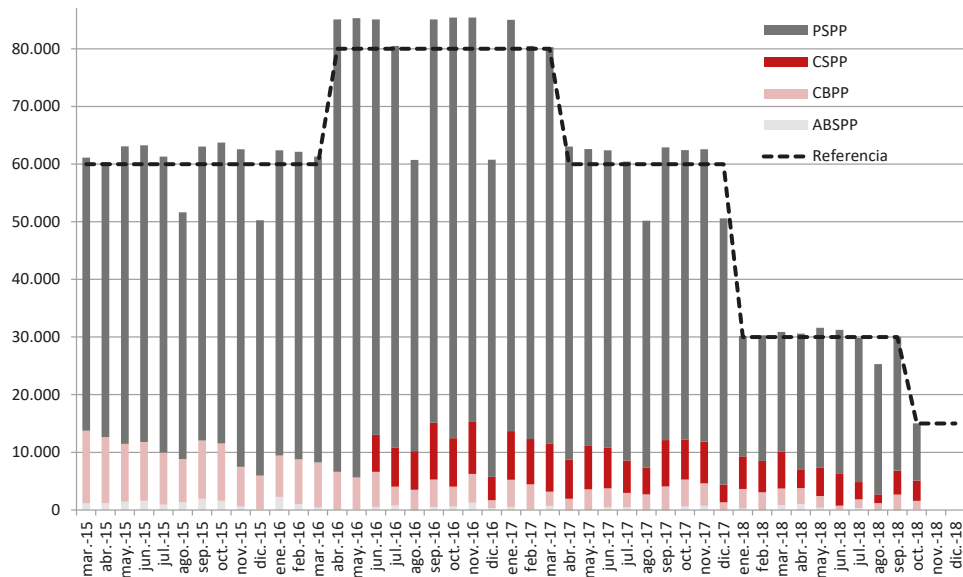


expectativas podrían provocar una mayor volatilidad en los mercados de deuda, si bien moderada en todo caso, teniendo en cuenta el gran peso que durante mucho tiempo mantendrá el BCE como tenedor de deuda dentro de la Zona Euro (ZE).

La segunda categoría de medidas que tratan de influir directamente sobre las curvas de tipos en los mercados son las **compras de activos** realizadas en el marco del Programa de Compra de Activos. Bajo este paraguas se engloban las compras de cuatro tipos de activos: activos del sector público (Public Sector Purchase Programme –PSPP–), cédulas hipotecarias (Covered Bond Purchase Programme –CBPP3–), titulizaciones (–Asset-Backed Securities Purchase Programme –ABSPP–) y deuda privada no financiera (Corporate Sector Purchase Programme –CSPP–).

Bajo estos programas, el BCE ha inyectado directamente en la economía de la ZE un volumen mensual medio que comenzó siendo de 60.000 millones desde marzo de 2015, pasó a 80.000 entre abril de 2016 y marzo de 2017, para volver a 60.000 hasta diciembre de 2017, momento a partir del cual se redujo hasta 30.000, que se han convertido en 15.000 en el último trimestre de 2018, de forma que en diciembre de 2018 acaben las compras de nuevos títulos, que no las reinversiones de los importes que vayan venciendo, que se han realizado durante todo este período al margen de las cuantías antes indicadas y se seguirán realizando con posterioridad al fin de las nuevas compras durante un período de tiempo aún por determinar.

**GRÁFICO 3. PROGRAMA DE COMPRAS DE ACTIVOS:
VOLUMEN MENSUAL (MILL. €)**



Fuente: BCE.



Estas compras mensuales, unidas a las reinversiones de los vencimientos, harán que el BCE concluya 2018 con una cartera de más de 2,5 billones de euros en las diferentes modalidades de activos. Esto supone en torno al 23% del PIB nominal de la ZE, lo que unido al resto del balance hace que el BCE haya alcanzado un activo total que supone un 40% del PIB de la ZE (la Fed alcanzó un máximo de un 25% en su momento de mayor balance y a finales de 2018 se acerca ya a un nivel del 20% del PIB de EE.UU., mientras que el Banco de Japón se acerca a finales de 2018 a un balance total cercano al 100% del PIB nipón).

El mayor volumen de compras se concentra en los activos del sector público. Como es sabido, las compras se realizan siguiendo la clave de capital¹ de cada país de la ZE en el BCE, con lo que se trata de asegurar neutralidad en las compras. También se actúa sobre diferentes plazos, en función de la disponibilidad de papel en las distintas jurisdicciones.

Como se ha comentado anteriormente, la estrategia de orientar las expectativas también ha sido utilizada para ir dando referencias sobre los volúmenes y los horizontes temporales de las compras. En este sentido, la estrategia de salida ha sido anticipada de manera clara, concretando casi milimétricamente el ritmo de reducción de las compras y su fin en diciembre de 2018. Aunque las reinversiones continúen después de esa fecha, lo cierto es que nos encontramos ya en el inicio de la fase de salida del momento más expansivo de la política monetaria. La gestión de esta nueva etapa es probablemente el mayor reto al que se enfrenta la autoridad monetaria, tal y como se comentará más adelante.

Sin entrar en los detalles técnicos del programa de compras, lo cierto es que ha cumplido con los objetivos de ampliar el grado de acomodación monetaria en un entorno de tipos cero. Tanto los mercados en los que ha intervenido el programa como el resto de mercados adyacentes han visto reducidas sus rentabilidades lo que se ha ido trasladando hacia las familias y empresas.

Como muestra, las contestaciones a las preguntas específicas que se han incluido en las últimas oleadas de la Encuesta de Préstamos Bancarios que elabora el BCE en colaboración con los bancos centrales nacionales: en la encuesta de abril de 2018 y en la de octubre de 2018 las entidades mostraron una ligera relajación de las condiciones de concesión de crédito debido al programa de compras tanto en familias como en

¹ La clave de capital alude al % del capital total del BCE suscrito por cada uno de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE (nótese que participan en el BCE todos los bancos centrales de la UE, no sólo de la ZE, de hecho las participaciones de todos los bancos centrales de la ZE suman un 70,3915% del total, quedando el resto en poder de bancos centrales de Estados miembros de la UE pero no de la ZE). La participación concreta de cada banco central se calcula utilizando una clave que refleja la participación de los respectivos países en la población y en el PIB de la UE, teniendo ambos factores igual peso a efectos de cálculo. El BCE ajusta las participaciones cuando se produce una modificación de los estados miembros de la UE y cada cinco años aunque no haya alteraciones en los países miembros. Según datos de la página web del BCE, el capital desembolsado total asciende a 10.825.007.069,61 euros de los que, a modo de ejemplo, el Deutsche Bundesbank (Alemania) es el banco central con una mayor participación (17,9973%) mientras que el Central Bank of Malta es el que tiene un % menor (0,0648%); el Banco de España cuenta con un 8,8409%. Esta participación de cada jurisdicción ha sido utilizada y lo sigue siendo como criterio de distribución de las compras de activos por parte del BCE.



empresas. Más intenso fue el impacto en los términos y condiciones (principalmente márgenes) aplicados a los créditos concedidos, sobre todo a las empresas. Respecto de los volúmenes de crédito, también se observa un impacto claramente positivo en todas las categorías de préstamos. Por lo tanto, a través de los bancos, la economía real ha recibido una mejora de las condiciones financieras, que era el objetivo del Banco Central, pues el programa continuó favoreciendo, en todos los segmentos, una relajación de las condiciones crediticias y un aumento del volumen de los préstamos concedidos, efectos que habrían sido más acusados en España que en la ZE.

Y no sólo a través de los bancos. Hay evidencia disponible también para afirmar que las empresas han mejorado sus condiciones financieras por el impacto del programa de compras de deuda corporativa. A pesar de que este programa no es cuantitativamente el más grande, el estudio de De Santis, Geis, Juskaite y Vaz Cruz (2018) para Europa y el de Arce, Ó., Gimeno, R., & Mayordomo, S. (2018) para España muestran cómo se ha producido una relajación de las condiciones de financiación de las sociedades no financieras, menores diferenciales en los bonos corporativos y una mejora en los mercados primarios de renta fija, además de en los préstamos bancarios para entidades que no tienen acceso a los mercados de capitales.

Por lo tanto, el programa de compras habría conseguido su objetivo de acomodar todavía más la política monetaria. Por el camino, también ha apoyado las finanzas públicas de los gobiernos, que han visto reducidos sus costes financieros, lo que ha ayudado en los procesos de consolidación fiscal de gran número de países. Para el sector bancario, aunque este entorno tan prolongado de tipos tan bajos puede acarrear problemas como se comentará más adelante, lo cierto es que el impacto del programa de compras les ha permitido aligerar su cartera de deuda pública, obteniendo ganancias al subir los precios y obtener mejor y más barata financiación directamente a través de las cédulas hipotecarias y titulizaciones e indirectamente a través del resto de instrumentos, por lo que el efecto del programa de compras en sí mismo cuanto menos no ha perjudicado a las entidades financieras.

5.5. INSTRUMENTOS QUE TRATAN DE SALVAGUARDAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA, PARA MEJORAR EL CANAL DE TRANSMISIÓN

Aunque cronológicamente estas medidas se comenzaron a adoptar desde el primer momento de respuesta a la crisis por parte del BCE, las analizamos en segundo lugar porque tienen una función subordinada a las anteriores. Las medidas que comentaremos a continuación no inciden de manera directa en los tipos de interés a los que se enfrentan familias y empresas, sino que se sitúan un paso por detrás, tratando de restaurar el canal de transmisión de la política monetaria, seriamente dañado en el momento inicial de estas políticas no convencionales. En efecto, el BCE fue consciente desde un primer momento de que las bajadas de tipos no se estaban trasladando a la economía real de manera homogénea en el área del euro. La intensa fragmentación financiera que alcanzó su nivel máximo en 2012 llegó a poner en entredicho la propia existencia de la moneda única.



La dinámica perversa de retroalimentación mutua en la que habían entrado el riesgo soberano y el riesgo bancario en los países de la periferia exigía actuar para que la política monetaria fuera efectiva y sus efectos se diseminaran por todo el territorio euro. Para ello era necesario restaurar la confianza y salvaguardar la estabilidad financiera.

Como es sabido, tanto a nivel nacional como europeo se tomaron muchas decisiones importantes que permitieron desactivar la perversa dinámica en la que se había entrado: rescates, reformas estructurales nacionales, mejora de la arquitectura europea (singularmente, unión bancaria), todas estas medidas fueron importantes para recuperar cierta normalidad. No obstante, el papel más importante, y esto es difícilmente discutible, lo tomó el BCE, que se erigió en un actor clave, incluso yendo más allá de sus funciones, pues era el único con capacidad de respuesta inmediata y contundente, que era lo que se necesitaba.

La primera de las medidas, a la que a menudo no se le da una gran importancia ante otras decisiones más espectaculares, fue la **introducción de la adjudicación plena en las subastas de liquidez del BCE**. Ésta comenzó en octubre de 2008, cuando aunque la crisis financiera estaba en pleno apogeo, el contagio hacia los soberanos europeos aún estaba lejano. Se trataba de asegurar el acceso a la liquidez de las entidades, en un entorno en el que podían existir dificultades.

La segunda medida fue la **compra de cédulas hipotecarias a través del programa CBPP1**, que se inició en julio de 2009 (y que tuvo una segunda edición, CBPP2, en octubre de 2011). Incluimos esta herramienta en este epígrafe porque cuando se lanzó no se lanzó para empujar a la baja las curvas de tipos, como el programa de compras de 2015, sino que se trataba de mejorar el acceso a la financiación de los bancos, transmisores de la política monetaria que comenzaban a dar síntomas de no poder hacerlo de manera adecuada.

En tercer lugar situamos la inundación de liquidez que supuso el lanzamiento de las **operaciones de financiación a largo plazo** (LTRO por sus siglas en inglés). Estas operaciones, que se habían realizado en 2008 y 2009 con plazos de vencimiento más corto (de 6 y 12 meses), vivieron un momento clave entre diciembre de 2011 y febrero de 2012, cuando se realizaron las primeras tandas de la LTRO con un plazo de 36 meses (hasta enero y febrero de 2015 respectivamente, si bien se incluía la opción de amortización temprana tras los primeros 12 meses). En general, tenían el objetivo de mejorar la financiación de las entidades financieras ante el cierre de muchos mercados de financiación hasta entonces habituales para las entidades financieras, ya que otorgaban financiación a los bancos admitiendo como colateral de esos préstamos las operaciones en balance de dichas entidades. Con ello, se pretendía liberar capital y facilitar la concesión de nuevo crédito a los (bajos) tipos de interés oficiales establecidos en el momento, en suma, de nuevo se pretendía mejorar la transmisión de la política monetaria. Estas políticas, al menos en lo que se refiere a los importes solicitados, dado el entorno de unos mercados interbancarios casi cerrados en muchos de los países de la ZE, tuvo un gran éxito. Sólo las operaciones de diciembre de 2011 y febrero de 2012 supusieron cerca de 1 billón de euros en el conjunto de las entidades de la ZE (más de 800 entidades utilizaron este instrumento), si bien el impacto neto fue algo inferior (unos 700 mil millones), ya que parte de los importes adjudicados a plazos más cortos se convirtió a este nuevo instrumento.

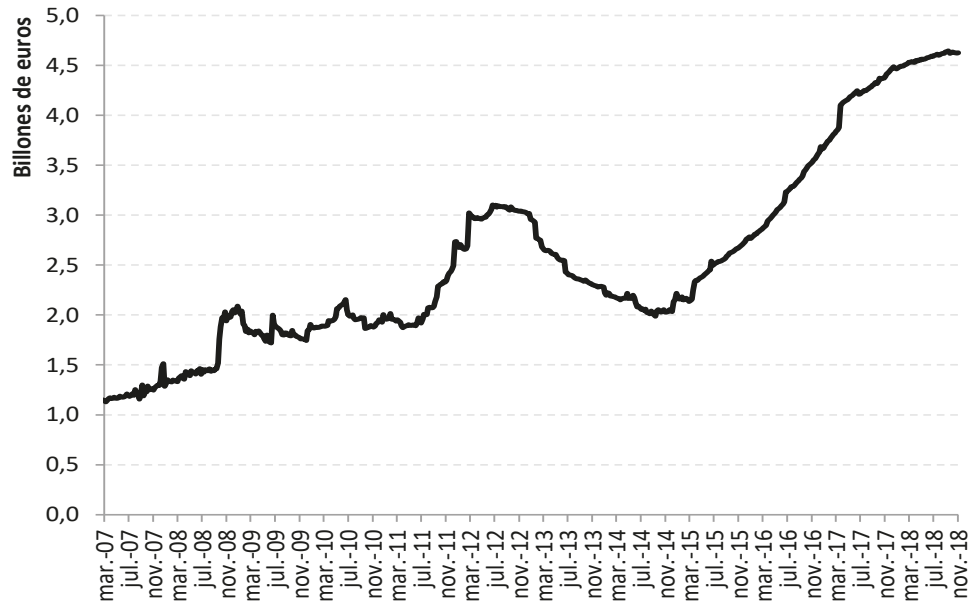


Como se ha indicado, en los primeros meses de 2015 vencían estos instrumentos, pero ello no supuso su final. Ya desde junio de 2014, cuando aún restaban unos meses para su vencimiento, se anunciaron las nuevas TLTRO (targeted LTRO) u **operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico**, que incrementaban su plazo hasta 4 años pero se vinculaban a aumentar los créditos de cada entidad a hogares y empresas no financieras (o al menos a no disminuirlos o hacerlo en una menor cuantía). Estas TLTRO-I de junio de 2014 se vieron completadas en junio de 2016 con una segunda serie de operaciones de este tipo (TLTRO-II). Al margen de las especificaciones técnicas que se han ido incorporando (en la práctica casi todo el importe de la TLTRO-I se pasó a la TLTRO-II), han supuesto la continuidad de las LTRO originales, con un importe superior a los 750 mil millones de euros.

En suma, tanto las LTRO primero, como las TLTRO después, consiguieron, con un vencimiento suficientemente amplio, garantizar a las entidades liquidez más que suficiente para sustituir el cierre de muchos mercados de financiación. Y de manera indirecta, se financió a los soberanos al adquirir las entidades financieras deuda pública con la liquidez sobrante de estas operaciones.

Con estas medidas se progresó en la reparación del circuito de transmisión de la política monetaria a través de los bancos. Estas operaciones tuvieron como ya se ha apuntado un gran éxito en términos de volumen, al llevar el activo del BCE por encima de los tres billones de euros.

GRÁFICO 4. ACTIVO TOTAL DEL BCE



Fuente: BCE.



Con estas medidas se trataba de ayudar a los bancos para que transmitieran adecuadamente la política monetaria, lo cual ha sido una preocupación del BCE desde el inicio de la crisis. Para que esta transmisión sea adecuada es necesario que exista estabilidad financiera y que las entidades se encuentren saneadas, ya que cuanto mejor salud gocen los bancos, más efectiva será la política monetaria. Así lo muestra el estudio de Imbierowicz (2018), que postula que las medidas extraordinarias del BCE supusieron un salvavidas para muchas entidades que permitió mejorar la efectividad de la política monetaria. De hecho, estas medidas habrían supuesto una «recapitalización soterrada» que permitió mejorar los balances de las entidades y que así pudieran realizar de mejor manera su labor de intermediación financiera, que a fin de cuentas es lo que transmite la política monetaria a la economía real. Es claro que el mandato del BCE no encomienda nada sobre recapitalizar entidades, pero nos encontramos ante una consecuencia indirecta, aunque tampoco inesperada, de la política de mejora de la efectividad de las acciones del BCE.

Proteger la estabilidad financiera debe ser, por lo tanto, un requisito previo para la efectividad de la política monetaria, lo que fue muy tempranamente entendido por el BCE. Y en aquellos momentos, esta protección pasaba tanto por apuntalar los balances de los bancos como por dar cierta protección a los ataques que estaban sufriendo los bonos soberanos de la periferia. En este sentido, en primer lugar se anunció en mayo de 2010 el **programa para mercados de valores (más conocido por Securities Market Programme –SMP–)**, cuyo objetivo explícito era asegurar la profundidad y la liquidez en determinados mercados de deuda soberana, pero que realmente lo que quería era ser un cortafuegos contra los ataques especulativos de esa deuda, que estaban provocando una gran inestabilidad en los mercados financieros. El programa, que llegó a alcanzar los 210.000 millones de euros, fue sustituido en septiembre de 2012 por las **operaciones monetarias de compraventa (Outright Monetary Transactions u OMT)**, ya mencionadas anteriormente y en las que entraba en juego cierta condicionalidad y la participación de los fondos de rescate (European Financial Stability Facility –EFSF–, luego European Stability Mechanism –ESM–). En todo caso, con el SMP el objetivo principal era restaurar la estabilidad financiera, y no una mayor acomodación monetaria, como muestra el hecho de que las cantidades adquiridas en el SMP eran esterilizadas (se drenaba esa liquidez), pues en aquel momento no se quería realizar expansión cuantitativa. A mediados de 2014 se dejó de realizar esta esterilización de las cuantías del programa SMP, ya en un momento en que el BCE comenzaba a atisbar su programa de expansión del balance.

5.6. UNA PEQUEÑA EVALUACIÓN EN PERSPECTIVA: ERAN NECESARIAS Y FUERON EFECTIVAS

Ahora que ya hay muchas voces que reclaman la retirada de los estímulos monetarios, con el principal argumento basado en que el ciclo económico alcista ya se prolonga por bastantes trimestres y no será eterno, lo cierto es que no hay que perder la perspectiva acerca de lo necesarias que fueron estas medidas y su contribución en la mejoría de la situación en la ZE. No obstante, el análisis globalmente positivo que se realiza a continua-



ción no ha de pasar por alto los efectos negativos que, singularmente para los ahorradores, tiene un período tan prolongado de tipos bajos. Asimismo, tampoco ha de perderse de vista que, pese a los innegables avances, no se ha conseguido una recuperación plena de la normalidad pre-crisis, si es que la situación anterior a la crisis puede calificarse como «normal»

La fragmentación financiera era tan intensa en el período 2010–2013 que amenazaba incluso con romper la Unión Económica y Monetaria Europea. Ante ese riesgo real, del que hoy día se habla mucho menos, en gran parte por la acción del BCE, las medidas de apoyo al sector financiero y a los mercados de deuda eran necesarias y fueron efectivas a la hora de conseguir su propósito: salvaguardar la estabilidad financiera, requisito *sine qua non* para lograr una correcta transmisión de la política monetaria. Estas medidas se han ido retirando en lo que a volúmenes se refiere, es decir, que las LTRO y TLTRO han ido venciendo (aún no en su totalidad) sin mayores problemas para las entidades, que lograron el tiempo suficiente para mejorar su posición financiera y de liquidez, al tiempo que los mercados en general se calmaban. Tampoco fue necesario continuar con las compras del SMP, cuyos activos se mantienen a vencimiento en el balance del BCE.

Sin embargo, pese a haber sido retiradas en cierta medida, hay que destacar que estas herramientas forman ya parte de la caja de herramientas a disposición del BCE, de forma que podrían activarse si fuera necesario en el futuro. Este hecho contribuye sin duda a generar un clima de confianza que desincentiva ataques especulativos como los producidos en el pasado. Los agentes han incorporado esta información a sus decisiones y actúan en consecuencia.

A mediados de 2014, a pesar de la disminución de la fragmentación financiera respecto de los momentos más críticos sufridos un par de años antes, y a una mejor posición de las entidades bancarias, la ZE se enfrentaba a un entorno de baja inflación con riesgo de desanclaje de las expectativas. Todo ello en un entorno de recuperación económica aún débil y poco sostenible por sí misma tras la doble recesión sufrida. Por ello era necesaria una mayor acomodación monetaria, que con el canal de transmisión en mejores condiciones, se fue trasladando a familias y empresas, con el resultado de que ahora disfrutan de unas condiciones financieras mucho más favorables que al inicio del período de tipos cero. De esta forma, los bancos y los mercados de capitales han permitido trasladar a la economía real la pretendida bajada de tipos, con el objetivo último de incentivar la inversión y la actividad, mejorando el empleo y la renta disponible.

Más en concreto, hay estudios como el de Banco de España (2016) que estiman que la política monetaria habría contribuido a explicar en torno al 40% del crecimiento nominal del área euro entre 2015 y 2016, lo que demuestra que sin ese apoyo monetario la recuperación habría sido mucho más débil. A partir de 2017, aunque el ciclo económico siguió acompañando, la política monetaria ha permanecido muy acomodaticia, debido a que las expectativas de inflación permanecían contenidas.

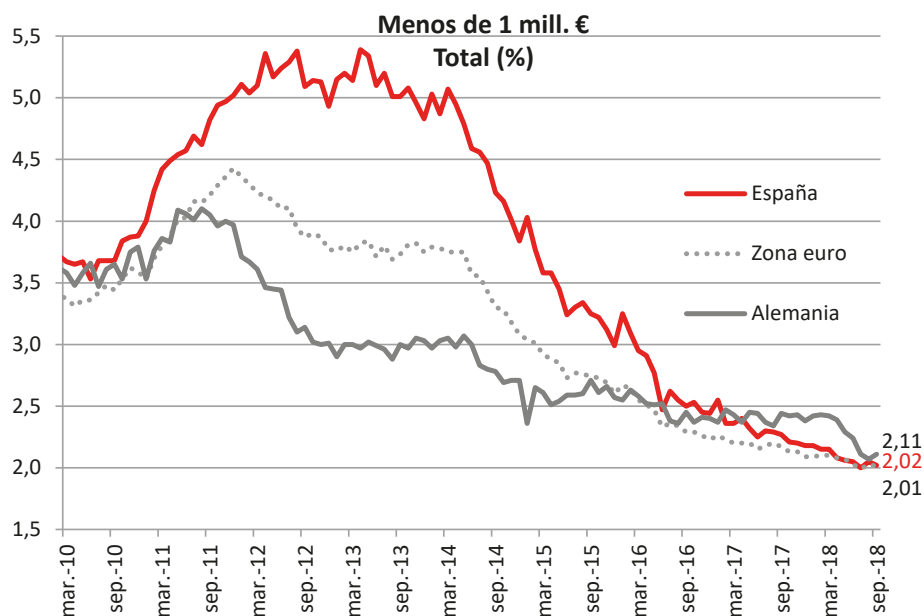
Como se ha apuntado, la política monetaria tiene siempre un efecto de redistribución de recursos: en este caso el prolongado período de acomodación ha supuesto una transferencia desde los ahorradores hacia los deudores, lo que está detrás de cierta crítica desde determinados sectores. Sin embargo, de manera más específica, también hay es-



tudios que concluyen que la política monetaria ultralaxa seguida por el BCE los últimos años ha provocado cierto descenso de la desigualdad a nivel agregado. Esto se debe a que los tipos bajos afectan de manera desigual a los agentes según su posición financiera. En el estudio de Ampudia *et alii* (2018), se afirma que esta situación acaba reduciendo la desigualdad porque los hogares de menores ingresos ven mejorada su posición debido al efecto indirecto que se genera al mejorar la actividad y el empleo, pues en estos hogares el incremento de las rentas salariales es lo más relevante al tener pocos activos productivos. En cualquier caso, el impacto conjunto sobre la desigualdad es modesto.

Observando la evolución de los tipos de interés (ver gráfico 5) aplicados por las entidades de crédito a familias y empresas también puede apreciarse el éxito de la política monetaria aplicada. Los resultados positivos se observan en dos sentidos: en primer lugar en la reducción de la fragmentación financiera que era tan necesaria para la transmisión de la política monetaria y, en segundo lugar, en la reducción de los tipos realmente soportados por los agentes a la hora de obtener financiación, en este caso bancaria. Como ejemplo, podemos observar las estadísticas sobre tipos de interés aplicados a préstamos bancarios hacia empresas por importe inferior a un millón de euros, en la ZE, en Alemania y en España: se observan los dos fenómenos comentados, por una parte reducción de la fragmentación financiera a partir de 2014 cuando los tipos comienzan a converger y reducción generalizada de los tipos aplicados como consecuencia del traslado de la política monetaria ultralaxa.

GRÁFICO 5. TIPOS DE INTERÉS NUEVAS OPERACIONES



Fuente: BCE.



También se ha ido produciendo un proceso de normalización de los flujos de crédito, que permanecieron deprimidos en el período de mayor incertidumbre y que comenzaron a repuntar al repararse la transmisión de la política monetaria a consecuencia de las medidas adoptadas. En el caso español ello ha sido compatible con un proceso de desapalancamiento del sector privado, de forma que el volumen de endeudamiento sobre PIB del sector privado se ha podido reducir al tiempo que los flujos de nuevo crédito se recuperaban, posibilitando que fluyese nuevo crédito hacia las actividades que lo requerían sin que ello aumentase el nivel de endeudamiento de la economía.

Aunque es obvia la influencia de la política monetaria en el ciclo económico, que a veces nos lleva a pensar que en la parte alcista siempre hay que subir los tipos, no es menos cierto que el mandato del BCE es claro y explícito y se refiere únicamente a la inflación. El crecimiento del PIB se aproxima a su potencial, se ha creado empleo e impulsado la inversión, la confianza de los agentes también ha mejorado, y el sector bancario es ahora más resiliente: esta combinación de factores debería apuntar a un repunte de las expectativas de inflación que, por el momento, no se ha observado. Este sería uno de los puntos donde todavía no se puede hablar de éxito, por lo que es necesario seguir incidiendo.

Por ello, durante 2017 y 2018 se ha mantenido la laxitud monetaria para seguir apoyando que el crecimiento de los precios fuera «autosostenible» en palabras del propio Draghi. Y esto, de momento, no sucede de forma clara, por lo que el BCE prefiere actuar con cautela. Es así ya que, aunque sí se han producido progresos tanto en el IPC general, la tasa subyacente del IPC y en las expectativas (la evolución de los últimos años se puede observar en el gráfico 2), aún no se observa una evolución robusta alineada con el mandato del BCE.

Cambios estructurales en los mercados de bienes y en los mercados de trabajo de los países avanzados y derivados de factores como el progreso tecnológico y la globalización han removido las bases de la relación que establece la curva de Phillips entre desempleo e inflación, con lo que hemos asistido a un período de fuerte crecimiento del empleo en Europa sin que aparezcan tensiones inflacionistas. Así lo apunta Aspachs-Bracons (2018), que sostiene que la curva de Phillips se habría aplanado por factores coyunturales y estructurales, tema que también se trató en la reunión de este verano de banqueros centrales en Jackson Hole. Esto plantea un reto para el BCE, que asiste a un período de expansión económica prolongado sin que se traduzca en aumento de la inflación. Por ello, como se discutirá en el siguiente epígrafe, quizá hemos entrado en una nueva etapa donde lo que podemos considerar como política monetaria restrictiva ya no implicará tipos tan altos como en el pasado.

5.7. NUEVO PARADIGMA: LOS TIPOS ALTOS YA QUIZÁ NUNCA SERÁN LO QUE FUERON

Observando la serie histórica de los tipos oficiales del BCE podría pensarse que los últimos años son una anomalía al prolongarse excesivamente el período de tipos tan ba-



jos, pues en el otro episodio de tipos bajos de la corta historia de la autoridad monetaria europea (2004–2006), el inicio del recorrido alcista se produjo mucho antes. Conclusiones parecidas se pueden extraer si miramos el histórico del Banco de Inglaterra o de la Fed estadounidense.

Sin embargo, es posible que mirar sólo a los gráficos de tipos oficiales no sea suficiente. Ya se ha señalado que la orientación de expectativas y la expansión cuantitativa han permitido perforar por debajo la cota inferior efectiva de la política monetaria. Desde ese punto de vista, consideramos que **se ha movido el «centro de gravedad»** de la política monetaria europea hacia abajo. Por lo tanto, la reducción de las compras que ya se está produciendo y el anuncio de la conclusión del programa para el final de 2018, aunque todavía no producirá un descenso del balance del BCE ya puede ser interpretada como el inicio de la «subida» de tipos. Que como decimos no es tal si permanecemos con el esquema mental clásico, pero que sí lo es si consideramos que entre inyectar 80.000 millones adicionales en compra de activos mensuales y no inyectar nada (como se producirá en enero de 2019), a pesar de seguir reinvertiendo los vencimientos, hay una diferencia notable.

Con esta bajada del centro de gravedad de la política monetaria, es cierto que todavía quedará un tiempo «bajo tierra», es decir que el endurecimiento de la política monetaria se irá produciendo con el tipo oficial en el cero. Ya se está haciendo, como se ha comentado, de forma que el siguiente paso, una vez que en enero se dejen de realizar nuevas compras de activos, será, pasados unos meses, iniciar una senda de subidas de tipos de interés similar a la ya iniciada por la Fed y, algo más tarde, por el Banco de Inglaterra. En este punto es relevante apuntar que el recorrido al alza de los tipos de interés vendrá determinado por la coyuntura económica, de forma que no resulta fácil anticipar en este momento hasta que nivel podrían llegar los tipos de interés. Posteriormente al comienzo de las subidas de tipos, a partir de un momento indeterminado pero que en principio se originaría un tiempo prudencial tras dicha primera subida de tipos, y siempre en paralelo a dichas subidas de tipos, que se seguirían produciendo de forma escalonada, el BCE comenzaría a reducir su balance. Esta reducción de balance se realizará en todo caso de una forma prudente, así en un principio se dejará de reinvertir el total de lo que venza (fijando reglas progresivas para ir reduciendo el porcentaje del total de volumen vencido que se reinvierte), de modo que al término de un largo período se termine por no reinvertir nada de dichos importes. Así, se trata de un proceso largo que se puede ver interrumpido por múltiples eventualidades que exijan acelerar o frenar esta senda de salida, si bien, aún en el supuesto de que no se produzcan grandes sobresaltos se tratará de un proceso largo. Para la concreción de cuándo se pueden producir tales hitos es interesante repasar el ejemplo de la Fed (más adelante se repasará dicha cronología), que ya ha ido cumpliendo cada uno de estos pasos, de forma que, aunque quepa pensar que el BCE sea algo más rápido en completar estas fases, es presumible pensar que seguirá una senda similar. En cualquier caso, dado el fuerte compromiso adquirido con el *forward guidance*, sea cual sea la estrategia que se adopte, será convenientemente anunciada para no provocar desajustes indeseados en los mercados.



5.8. LAS CONSECUENCIAS DE UN PERÍODO TAN PROLONGADO DE TIPOS BAJOS

La política monetaria ultralaxa que hemos tenido en Europa en los últimos años ha contribuido sin duda a mejorar la situación de la ZE, tal y como se ha comentado anteriormente. Esto no excluye que existan riesgos asociados a un período tan prolongado de tanta acomodación monetaria. En principio ninguno de ellos aparece ahora mismo como relevante, si bien es oportuno comentarlos y permanecer alerta ante posibles problemas en alguno de estos campos, también durante la etapa de salida.

En general, los bajos tipos y la fuerte intervención en los mercados de deuda podrían generar **burbujas**, al no reflejar los precios un cruce entre demanda y oferta real. Las rentabilidades negativas en buena parte de la curva de deuda de muchos de los países de la ZE contradicen fundamentos básicos de la economía financiera, pero, sin embargo, los hemos asimilado con naturalidad y ya forman parte de la realidad financiera. Sin entrar en consideraciones sobre la sobrevaloración de estos activos, lo fundamental es que la estrategia de salida sea previsible y cree las menores distorsiones posibles. Cuando se anunció el fin de los estímulos en EEUU, economías en desarrollo del ámbito dólar sufrieron ante las expectativas de mayores tipos, aunque la evolución posterior de la retirada efectiva de las medidas no ha sido tan traumática como la reacción inicial. Por ello, esperamos que el fin del crecimiento del balance del BCE y posterior reducción no cause distorsiones significativas en los mercados, máxime cuando los anuncios de la hoja de ruta serán claros y la transparencia acerca de plazos y jurisdicciones es amplia y conocida por todos. El BCE siempre ha insistido que la clave de capital seguirá vigente para las reinversiones que quedan y hay que entender que también para las desinversiones, siempre dentro de la flexibilidad con la que se ha operado.

Esta sobrevaloración de activos podría generar burbujas en otros mercados en búsqueda de rentabilidades, como los de la vivienda. En este caso, existirían diferencias relevantes por países: el FMI (2018) considera que en Luxemburgo, en determinadas ciudades alemanas y en algunas zonas de Portugal y Países Bajos podrían existir desfases entre oferta y demanda que estarían provocando importantes aumentos de precios. En cualquier caso, con la estrategia de salida de las medidas extraordinarias ya en marcha (aunque todavía en fase muy inicial), no parece que vayan a alimentarse estos procesos, en un entorno de expectativas de subidas de tipos.

Esta intervención en los mercados que conlleva subidas en los precios puede generar problemas en el sector financiero, generando lo que se denomina **riesgos macroprudenciales**, que no son otra cosa que desequilibrios que pueden afectar al sistema financiero en su conjunto, poniendo en riesgo la estabilidad financiera. Con la pasada crisis se aprendió que no es suficiente la aproximación entidad a entidad, sino que es necesario tener también una visión de conjunto que permita evaluar si se están incurriendo en riesgos excesivos de manera agregada. Así, la regulación macroprudencial ha crecido intensamente en los últimos años y las autoridades de vigilancia en la materia monitorizan de manera constante los riesgos y están preparados para implementar medidas preventivas. La Junta Europea de Riesgo Sistémico es quien ejerce este papel en Europa.



El seguimiento por parte de la Junta y de las autoridades nacionales debe continuar haciendo un seguimiento de los posibles riesgos también en la etapa de endurecimiento gradual de la política monetaria.

Otro de los debates más importantes de las consecuencias de la prolongación del período de expansividad monetaria continúa siendo el efecto sobre la **rentabilidad bancaria**. Ya se han comentado los efectos de las primeras medidas no convencionales hacia el sector bancario, que permitieron una mejora de su posición financiera. Fernández de Lis y Rubio (2018) señalan los efectos contrapuestos sobre la rentabilidad de los bancos, pero con dominio de los factores negativos: se reduce el diferencial entre coste de los depósitos y rentabilidad de los préstamos, con el añadido de que no es posible trasladar a los primeros los tipos negativos que la banca sufre en alguna de sus vías de financiación. También por la fuga de depositantes a otros productos fuera del balance bancario ante la escasísima rentabilidad que ofrecen los bancos. Por el contrario Arce y Del Río (2018) son más optimistas y apuntan a un efecto neutral o incluso positivo al compensarse los efectos negativos comentados con ganancias derivadas de la reducción del coste del pasivo, las menores necesidades de dotación de provisiones al mejorar la calidad crediticia de su cartera de préstamos por la recuperación económica o las ganancias en sus tenencias de carteras de valores. También se apoyan en las respuestas a la Encuesta de Préstamos Bancarios, en donde se valora de manera positiva en términos netos los efectos de las compras de activos y de las LTRO. En cualquier caso, hay que tener en cuenta la heterogeneidad en el sector bancario europeo, con entidades en posiciones financieras y con modelos de negocio muy diferentes en las que la afectación concreta ha sido completamente diferente.

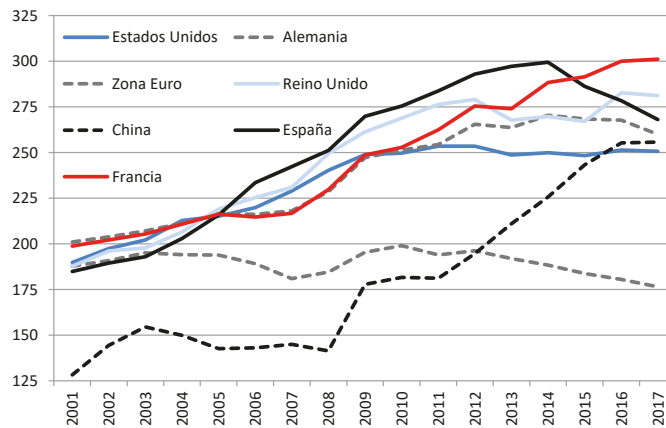
En este sentido, el BIS (2018) alerta en un reciente informe de algunos riesgos para la estabilidad financiera. En primer lugar, aunque en general los bancos han podido protegerse de caídas en la rentabilidad, algunas entidades o países podrían sufrir debido a su posición más débil por encontrarse en mercados muy competitivos. En segundo lugar, aunque hasta el momento no se observa un incremento en la asunción de riesgos en búsqueda de la rentabilidad, hay que estar vigilante para que si se prolonga el período de bajos tipos, no se produzca. También se alerta de eventuales problemas de solvencia en las entidades que más pudieran sufrir los efectos comentados. Por último, la vuelta a la normalidad de los tipos podría suponer pérdidas de valor en determinadas carteras, lo que exige extremar la vigilancia.

Esta política monetaria, no sólo del BCE sino de los principales bancos centrales mundiales ha provocado unas condiciones financieras muy laxas en todas las divisas, lo que ha incentivado a su vez el **incremento de la deuda global**. Este crecimiento de la deuda puede suponer un riesgo en la fase de normalización monetaria. Aunque es cierto que la normalización va mucho más avanzada en otras jurisdicciones, hay que seguir vigilante. En esta línea, los datos del BIS sobre endeudamiento corroboran dicho crecimiento del endeudamiento desde el comienzo de la crisis (gráfico 6) en prácticamente todos los países considerados (no hay tal aumento ni en Estados Unidos ni en Alemania). Pero si se desglosan los datos, se observa que en gran medida dicho crecimiento, donde existe se ha producido debido al aumento del endeudamiento público, ya que el

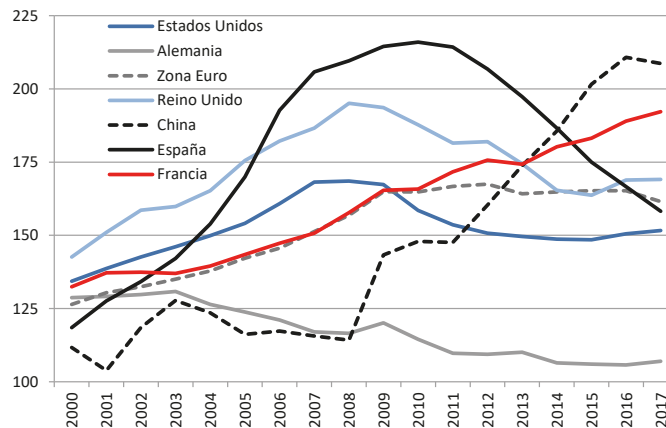


endeudamiento privado (gráfico 7) se ha mantenido mucho más estable de una forma general (con la excepción de Francia). Por supuesto, como es de esperar la situación en los emergentes es diferente, como ilustra en este sentido la evolución que se observa en los datos de China. La constatación de que en el incremento de la deuda ha sido fundamental la evolución de la deuda pública pone de manifiesto la relevancia de los recordatorios que Mario Draghi sigue realizando en sus comparecencias para mantener los esfuerzos de consolidación fiscal en las economías europeas, pues la nueva fase de endurecimiento monetario impactará en los intereses a los que deban hacer frente los gobiernos para refinanciar sus pasivos.

**GRÁFICO 6. VOLUMEN TOTAL DE ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR
NO FINANCIERO PÚBLICO Y PRIVADO (EN % DE PIB)**



**GRÁFICO 7. VOLUMEN TOTAL DE ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR
NO FINANCIERO PRIVADO (EN % DE PIB)**





5.9. LA ESTRATEGIA DE SALIDA HA COMENZADO

Como se ha comentado, aunque todavía el balance del BCE siga expandiéndose y las orientaciones de expectativas todavía demoren el momento de subida de tipos hasta al menos verano de 2019, durante 2018 se ha producido un punto de inflexión al reducir el ritmo de compras de manera importante y anunciar el fin de las mismas para final de año.

La consolidación de la recuperación económica es un hecho, la mejora del empleo y la recuperación de la confianza también. Sin embargo, como se ha apuntado, las presiones inflacionistas no aparecen, por lo que el BCE todavía se muestra cauto.

Esta paciencia, prudencia y persistencia que continúan informando la política monetaria –a pesar de que ya no se mencionen expresamente en las últimas reuniones–, están avaladas por otras entidades como el FMI (2018) que considera «vital» mantener los niveles extraordinariamente bajos de tipos de interés al menos hasta el verano de 2019, como está anunciado. La OCDE (2018) también señala que la política debe seguir siendo acomodaticia, aunque debe prepararse una normalización gradual conforme las expectativas de inflación se recuperen. En este caso, se atreve a recomendar no reducir el balance antes de la primera subida de tipos para minimizar el riesgo de movimientos de mercado indeseados.

En cuanto a la previsible estrategia de salida, conviene resaltar el hecho de que el catálogo de medidas no convencionales que tenían como principal objeto reparar el mecanismo de transmisión de la política monetaria ya se han ido retirando en buena medida sin causar ninguna distorsión. Los bancos son ahora más resilientes y no es necesario tanto apoyo excepcional para que realicen adecuadamente su labor. Aunque la desaparición de estas medidas no supone su eliminación: siguen estando a disposición del BCE si en algún momento fuera necesaria su utilización.

La teoría económica nos indica la existencia de un **tipo de interés natural**, que debería ser al que tenderían los tipos de interés en el período posterior al actual. Este tipo de interés no es inmutable, antes al contrario, se ve modificado por los cambios que experimenta la economía. Se ha argumentado que la pasada crisis y su respuesta posterior ha modificado a la baja el tipo de interés natural en la mayoría de economías, la europea entre ellas. Aunque existen modelos para su estimación, lo relevante no es determinar un nivel concreto sino analizar sus determinantes.

Galesi, Nuño y Thomas (2017) apuntan a los factores explicativos de la caída del tipo de interés natural, distinguiendo entre elementos de largo plazo, y los relativos a la reciente crisis financiera. Respecto de los factores de largo plazo, señalan que existe un exceso de oferta de ahorro en relación a la demanda de inversión, explicado por factores demográficos (el envejecimiento genera mayor ahorro) y por el descenso de la propensión a invertir (que podría explicarse por perspectivas de bajo crecimiento de la productividad). En cuanto a los cambios provocados por la crisis financiera pasada, el aumento de la incertidumbre asociada a la misma habría llevado a los hogares a incrementar su ahorro y a las empresas a acumular liquidez.

Estos autores también apuntan a si esta caída del tipo de interés natural es un fenómeno permanente o temporal. Quizá sea pronto para dar una respuesta, pues hay argu-



mentos en uno y otro sentido. En cualquier caso, a nuestros efectos de tratar de estimar el tipo de interés al que llegará el BCE en su normalización, lo cierto es que será más bajo que los que hemos visto en anteriores ciclos, por la comentada caída del tipo de interés natural y por la también analizada bajada del centro de gravedad.

No resulta fácil de prever hasta dónde llegarán los tipos en esta nueva fase de normalización, pues dependerá de cómo avance el ciclo económico y cómo sea capaz de generar mayores expectativas de inflación que las que está generando actualmente. Y también dependerá de cuando se agote dicho ciclo, momento en el cual pueden verse truncadas esas expectativas y el Banco Central obligado a volver a relajar la política monetaria. Aunque esto todavía es aventurado, se trata de un argumento a favor de algo más de velocidad a la hora de acometer la normalización monetaria, como piden algunas voces. Como se ha comentado en este trabajo, no es necesario tener tipos altos para poder bajarlos y así generar más acomodación monetaria, ésta se puede lograr por otras vías, particularmente la compra de activos. Así, si en medio de la normalización monetaria las expectativas de inflación volvieran a deteriorarse, el Consejo de Gobierno estaría dispuesto a actuar, con mensajes y con hechos, para reconducirlas.

En todo caso, retomando el debate sobre la senda que acometerá el BCE a partir de este momento, como se indicó anteriormente es posible utilizar el precedente de la Fed como orientación. La Fed finalizó su programa de compra de activos en octubre de 2014 después de, como ha hecho el BCE, ir reduciendo su volumen de compras de forma progresiva. Algo más de un año después de este fin de las compras, en diciembre de 2015, la Fed elevó sus tipos de interés tras 7 años sin modificarlos. A partir de ese momento se han sucedido subidas de tipos, y de hecho en 2018 se han seguido produciendo subidas de tipos, tres en concreto hasta comienzos de noviembre. Casi 2 años después de los primeros incrementos en los tipos de interés oficiales, en octubre de 2017, la Fed comenzó a reducir su balance al comenzar a no reinvertir la totalidad de los importes vencidos.

A partir de lo anterior, y partiendo de que el BCE no comprará nuevos activos ya en enero de 2019, es de prever que efectúe una subida de tipos a lo largo de dicho 2019, presumiblemente en verano o inmediatamente después del verano. A partir de ahí se irían produciendo subidas de tipos de forma periódica y siempre en función de la situación. En todo caso, aunque la Fed tardó 3 años entre el fin de la compra de activos y el inicio de la reducción de su balance, cabe pensar que el BCE tardará menos en completar ese recorrido. Lógicamente, como se ha apuntado anteriormente, todo este proceso se acompañará con la situación económica y, de forma especial, con la evolución que tenga el objetivo de inflación. No resultaría lógico mantener una senda de normalización de la política monetaria que no tuviera en cuenta esta evolución de la situación con el objetivo de ganar margen de maniobra en el futuro si con ello se estuvieran poniendo obstáculos o dificultando la recuperación. Además, el BCE aún contaría con algún margen para incluso ampliar su balance si fuese necesario: como se ha visto, el BCE ronda un activo total del 40% del PIB, lo cual está por encima del 25% del PIB que alcanzó la Fed en su momento de mayor balance, pero muy por debajo del casi 100% que alcanza el Banco de Japón. Aunque Japón no es desde luego un ejemplo de política exitosa, el hecho de que su banco central haya alcanzado un tamaño tan elevado de su balance sin generar una



situación peor de la que pretendía evitar, indica que, llegado el caso, el BCE aún podría tener algún margen de maniobra incluso para ampliar su balance, por la vía de compra de activos o por otros instrumentos (singularmente TLTROs o similares). En cualquier caso, la capacidad expansiva no es infinita y, respecto del programa de compras ya ha habido un debate en el seno del BCE acerca de qué hacer en caso de escasez de papel en determinadas jurisdicciones y plazos. El BCE ha gestionado esta situación con naturalidad y podría volver a hacerlo llegado el caso en que fuera necesaria mayor acomodación por esta vía, utilizando la flexibilidad del programa.

En relación con el fin de las reinversiones de la deuda en balance, dado que dicha deuda presenta unos plazos medios muy diferentes por países, sería recomendable que esta reducción de balance se produjera teniendo en cuenta esta heterogeneidad, de forma que se mantenga la neutralidad de la misma y que la situación del balance del BCE no se aleje en exceso de la clave de capital que se ha seguido a la hora de realizar las compras.

Por último, aunque en realidad debería ser lo primero, es esencial que el BCE continúe con su orientación de expectativas y vaya trazando su hoja de ruta de normalización monetaria. La credibilidad ganada en todos estos años es un activo muy valioso que se debe conservar y la autoridad monetaria a buen seguro va a esforzarse en hacerlo. En cualquier caso, esta normalización va a ser absolutamente «data dependent», es decir que el seguimiento de los distintos indicadores y modelos que utiliza el BCE irán determinando sus próximos pasos, por lo que no debemos esperar un itinerario trazado de antemano, sino que en cada reunión se irán modulando los mensajes según las necesidades del momento. Draghi ha hecho de este tipo de comunicaciones un arte, y su mandato expira en octubre de 2019. Su sucesor tendrá que continuar en esta misma línea de orientar las expectativas adecuadamente.

Ante la venidera reducción del balance y subida de tipos es esperable un efecto positivo, aunque también heterogéneo para las entidades financieras. Siguiendo nuevamente a Fernández de Lis y Rubio (2018), las entidades y países con más peso de la remuneración variable del crédito, como España, mejorarán más rápidamente los márgenes. También en los sistemas con mayor peso de los depósitos minoristas, la mejora será más apreciable al dejarse de penalizar con tipos negativos ciertos fondeos, penalización que no puede ser trasladada al cliente. La subida general de rentabilidades también provocará aumentos en el coste de financiación en los mercados de capitales para los bancos, lo que provocará un efecto de signo negativo. También sufrirán las carteras de deuda de las entidades, al reducirse su precio en el nuevo escenario.

Los efectos en el sector bancario de la normalización son variados y afectarán de manera dispar a las entidades. Por ello es especialmente necesario que la política de comunicación sea clara y no se produzcan sobresaltos que pudieran afectar negativamente a la estabilidad de los mercados.

También se producirá una recomposición de las carteras por efecto del fin de las compras y posterior reducción del balance del BCE, si bien siguiendo el mismo esquema, ante la previsibilidad de estas acciones, no deberían producirse efectos adversos pues los agentes ya cuentan con información suficiente.



5.10. CONCLUSIONES

La dinámica clásica de los bancos centrales de movimientos de los tipos de interés oficiales se mostró insuficiente a la hora de dar respuesta a los retos de la pasada crisis. La fuerte reducción de los tipos de referencia no lograba llegar a la economía real y la fragmentación financiera amenazaba a la moneda única. El BCE, por una parte, fue pronto consciente de que el mecanismo de transmisión de la política monetaria estaba dañado ante una grave crisis de confianza debido a la particular arquitectura del área monetaria del euro, con soberanía monetaria plenamente europea pero sin suficiente integración en materia financiera, económica y fiscal. Por ello se pusieron en marcha instrumentos que trataban de reparar ese canal de transmisión. Por otro lado, la cercanía de los tipos oficiales a la cota inferior efectiva hacía necesaria una mayor acomodación que no podía lograrse por las vías convencionales, pero que sí se logró por otras vías como se ha comentado.

Aunque desde determinados sectores se criticó la proactividad de la autoridad monetaria llevando hasta los límites su marco normativo, lo cierto es que vistas en perspectiva dichas medidas eran necesarias y fueron eficaces. La creación de nuevos instrumentos de política monetaria fuera de los convencionales ha sido una de las herencias que nos deja esta crisis, instrumentos que van a seguir a disposición del BCE en el futuro, con lo que se mejora su capacidad de reacción. El tan prolongado período de tipos tan bajos entraña algunos riesgos, si bien la mayoría de ellos no se han materializado.

Ahora queda el reto de retirarlas de manera ordenada. Ya ha comenzado el proceso y pueden aparecer fricciones en el mismo, aunque si se hace de manera previsible, los agentes deben estar preparados para ello. Daremos paso entonces a una nueva normalidad, en la que los tipos altos ya nunca serán lo que fueron, pues se ha reducido el centro de gravedad de la política monetaria y se ha demostrado que hay margen para mayor acomodación monetaria una vez que los tipos se sitúan cercanos al cero.

El BCE va a seguir velando por la estabilidad de precios en la eurozona, pero sale de la crisis con su credibilidad reforzada y con un abanico de herramientas a su disposición mayor que en el pasado, lo que le permitirá reaccionar de manera previsible a los retos que se planteen en el futuro, lo que es un gran activo para un banco central.

BIBLIOGRAFÍA

- AMPUDIA, M., GEORGARAKOS, D., SLACALEK, J., TRISTANI O., VERMEULEN, P. y VIOLANTE, G.L. (2018). *Monetary policy and household inequality*. Banco Central Europeo. Working paper 2170. Julio de 2018.
- ARCE, O. y DEL RÍO, A. Implicaciones macroeconómicas y sobre el sector bancario de la política monetaria del BCE. *Papeles de economía española*, (155), 10–18.
- ARCE, O., GIMENO, R. y MAYORDOMO, S. (2018). Los efectos del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema sobre las empresas españolas. *Boletín Económico*. Banco de España, marzo de 2018.



- ASPACH–BRACONS, O. (2018). Retos a los que se enfrentan la Fed y el BCE. *Papeles de economía española*, (155), 107–117.
- Banco de España (2016). El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente. *Informe anual 2015*. Capítulo 3.
- BIS (2018). Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates. *CGFS Papers*. No 61. Julio de 2018.
- DE SANTIS, R.A., GEIS, A., JUSKAITA, A. y VAZ CRUZ, L. (2018). The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations. *Economic Bulletin 3/2018*, Banco Central Europeo.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. y RUBIO, A. (2018). Política monetaria y rentabilidad bancaria: un nuevo paradigma. *Papeles de economía española*, (155), 97–106.
- Fondo Monetario Internacional (2018). *Staff Report for the 2018 Article IV consultation with member countries*. 27 de junio de 2018.
- GALESI, A., NUÑO, G., THOMAS, C. (2017). *El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria*. Banco de España, artículos analíticos. Marzo de 2017.
- OCDE (2018). *Euro Area Economic Survey 2018*. Junio 2018.
- IMBIEROWICZ, B. (2018). Estabilidad financiera y transmisión de la política monetaria en un entorno poscrisis. *Papeles de economía española*, (155), 19–31.