



EDICIÓN ESPECIAL



*Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras*

**EL BANCO CENTRAL EUROPEO  
Y LA CRISIS FINANCIERA.  
(2007-2018)**

Antonio Argandoña y Antoni Castells

Sección de Ciencias Económicas  
de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

*Barcelona, 2022*



EL BANCO CENTRAL EUROPEO  
Y LA CRISIS FINANCIERA  
(2007-2018)

Antonio Argandoña y Antoni Castells

Este trabajo ha sido elaborado por la Sección de Ciencias Económicas de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, a la sazón presidida por el excelentísimo señor Alfonso Rodríguez e integrada por los excelentísimos señores Antonio Argandoña, Antoni Castells, Llorenç Gascon, Carles A. Gasòliba, Francesc Granell, Montserrat Guillén, Juan Hortalà, Jaime Lamo de Espinosa i Dídac Ramírez. Los académicos señores Antonio Argandoña y Antoni Castells actuaron como ponentes del trabajo, que contó con las aportaciones de los miembros de la Sección.



EL BANCO CENTRAL EUROPEO  
Y LA CRISIS FINANCIERA  
(2007-2018)

Antonio Argandoña y Antoni Castells

Sección de Ciencias Económicas  
de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

La realización de esta publicación  
ha sido posible gracias a



con la colaboración de



Fundación "la Caixa"

## Publicaciones de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

### Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

El Banco Central Europeo y la crisis financiera (2007-2018). Sección de Ciencias Económicas de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras / Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

#### Bibliografía

ISBN- 978-84-09-40861-0

I. Título II. Gil Aluja, Jaime III. Colección

1. Economía 2. Crisis Financiera 3. Monetaria

La Academia no se hace responsable de las opiniones científicas expuestas en sus propias publicaciones.

(Art. 41 del Reglamento)

---

Editora: ©2022 Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, Barcelona.

Fotografía portada: @2022 www.stock.adobe.com

Académica Coordinadora: Dra. Ana María Gil Lafuente

ISBN- 978-84-09-40861-0

Depósito Legal: B 10005-2022



---

Esta publicación no puede ser reproducida, ni total ni parcialmente, sin permiso previo, por escrito de la editora. Reservados todos los derechos..

---

Imprime: Ediciones Gráficas Rey, S.L.—c/Albert Einstein, 54 C/B, Nave 12-14-15

Cornellà de Llobregat—Barcelona

Impresión Junio 2022

---



*Esta publicación ha sido impresa en papel ecológico ECF libre de cloro elemental, para mitigar el impacto medioambiental*

# ÍNDICE

## EL BANCO CENTRAL EUROPEO Y LA CRISIS FINANCIERA (2007-2018)

INTRODUCCIÓN .....	13
<b>Dr. Antonio Argandoña Rámiz</b>	
<b>Dr. Antoni Castells Oliveres</b>	
<b>Capítulo 1</b>	
EL ORIGEN DE UNA MONEDA ÚNICA EN EUROPA.....	17
<b>Dr. Antonio Argandoña Rámiz</b>	
Introducción .....	17
De la Comunidad Económica Europea a la Unión Económica y Monetaria.	18
La moneda única.....	21
Otras políticas comunitarias .....	25
Referencias .....	27
<b>Capítulo 2</b>	
LA TEORÍA Y LA PRÁCTICA DE LA POLITICA MONETARIA .....	29
<b>Dr. Antonio Argandoña Rámiz</b>	
Introducción .....	29
Teoría y política monetaria .....	30
Qué es la política monetaria .....	34
Los objetivos de la política monetaria.....	35
<i>La estabilidad de los precios</i> .....	36
<i>El crecimiento, el producto potencial y el empleo</i> .....	40
<i>El producto potencial y la brecha del producto potencial</i> .....	42
<i>Otros posibles objetivos</i> .....	43
La puesta en práctica de la política monetaria: el control de la liquidez . . . .	47
<i>Las reservas de los bancos</i> .....	47
<i>Una política basada en reglas</i> .....	49

## ÍNDICE

<i>El tipo de interés y el control de la liquidez</i> . . . . .	51
<i>Los instrumentos de la política monetaria</i> . . . . .	53
Los canales de transmisión de la política monetaria. . . . .	54
El gestor de la política monetaria . . . . .	57
Las relaciones entre la política monetaria y fiscal . . . . .	58
Conclusión: la teoría de la política monetaria antes de la crisis . . . . .	64
Referencias. . . . .	67
Anexo. . . . .	73

### Capítulo 3

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO. . . . .	77
--	----

#### Dr. Antonio Argandoña Rámiz

Introducción . . . . .	77
La gestión de la política monetaria en la moneda única . . . . .	78
El objetivo de la política monetaria del Banco Central Europeo . . . . .	80
<i>La estabilidad de precios</i> . . . . .	80
<i>Otros objetivos de la política monetaria.</i> . . . . .	81
Independencia y transparencia . . . . .	84
El marco de las operaciones del Banco Central Europeo. . . . .	86
<i>Los “dos pilares”: análisis monetario y económico</i> . . . . .	86
<i>Los instrumentos de la política monetaria</i> . . . . .	88
<i>La política monetaria del Banco Central Europeo en la práctica</i> . . . . .	92
La política monetaria del Banco Central Europeo antes de la crisis financiera. . . . .	94
<i>Los primeros pasos</i> . . . . .	94
Referencias . . . . .	101

### Capítulo 4

LA CRISIS FINANCIERA . . . . .	105
--------------------------------	-----

#### Dr. Antonio Argandoña Rámiz

Introducción . . . . .	105
El prólogo de la crisis . . . . .	107
<i>La Gran Moderación y sus consecuencias</i> . . . . .	107
<i>La puesta en marcha del euro</i> . . . . .	110
<i>Las innovaciones en el sistema financiero</i> . . . . .	112
Una breve historia de la crisis financiera . . . . .	117
<i>El inicio de la crisis: Estados Unidos</i> . . . . .	117
<i>La crisis en la Unión Económica y Monetaria europea.</i> . . . . .	119

Los defectos en el diseño y en la ejecución de la moneda única . . . . .	128
<i>Fallos de supervisión y vigilancia.</i> . . . . .	129
<i>Los problemas de financiación de los gobiernos nacionales</i> . . . . .	132
<i>La gobernanza de la Unión Económica y Monetaria.</i> . . . . .	139
Conclusión: ¿Qué queda por hacer? . . . . .	143
Referencias . . . . .	147

**Capítulo 5**

LA ACTUACIÓN DEL BCE DURANTE LA GRAN RECESIÓN: EVOLUCIÓN Y CAMBIOS EN LA POLÍTICA MONETARIA . . . . .	151
<b>Dr. Antoni Castells Oliveres</b>	

Introducción . . . . .	151
Los instrumentos de política monetaria utilizados por el BCE durante la crisis . . . . .	154
<i>El marco de actuación del BCE</i> . . . . .	154
<i>El instrumento clásico: los tipos de interés</i> . . . . .	157
<i>Las medidas no convencionales adoptadas por el BCE</i> . . . . .	166
<i>La creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE-ESM)</i> . . . . .	177
La transformación de la política monetaria durante la crisis: un intento de periodificación . . . . .	181
El BCE tras la prueba de la Gran Recesión . . . . .	231
Bibliografía . . . . .	238

**Capítulo 6**

LA POLÍTICA MONETARIA Y LOS BANCOS CENTRALES: UN ANTES Y UN DESPUÉS DE LA GRAN RECESIÓN . . . . .	245
<b>Dr. Antoni Castells Oliveres</b>	

Introducción . . . . .	245
El impacto de la Gran Recesión sobre los objetivos (mandates) y los instrumentos de la política monetaria . . . . .	246
El marco de actuación de la política monetaria y de los bancos centrales: el surgimiento de una ‘nueva normalidad’ ( <i>new normal</i> ) . . . . .	250
<i>La discusión sobre los objetivos y los instrumentos de la política         monetaria</i> . . . . .	250
<i>Un nuevo contexto económico caracterizado por la caída del tipo de         interés de equilibrio y la baja inflación</i> . . . . .	252
La revisión de los objetivos (mandates) de la política monetaria: la reformulación del objetivo de estabilidad de precios . . . . .	258

## ÍNDICE

<i>El margen de actuación de la política monetaria en una situación de muy baja inflación</i> . . . . .	258
<i>Definición del objetivo de inflación: posibles alternativas</i> . . . . .	263
Los nuevos instrumentos de la política monetaria (A): las medidas de expansión cuantitativa o <i>Quantitative Easing</i> (QE) . . . . .	268
<i>Las medidas de expansión cuantitativa y el aumento de los balances de los bancos centrales</i> . . . . .	268
<i>Los fundamentos analíticos de las políticas de QE</i> . . . . .	275
<i>La eficacia del QE en la práctica</i> . . . . .	277
<i>La vuelta a la normalidad en un nuevo contexto</i> . . . . .	287
<i>El QE en España</i> . . . . .	290
Los nuevos instrumentos de la política monetaria (B): las medidas de Forward Guidance (FG) . . . . .	292
<i>Los diferentes tipos de medidas de comunicación</i> . . . . .	292
<i>Las medidas de Forward Guidance</i> . . . . .	295
<i>Las medidas de FG según su grado de compromiso</i> . . . . .	296
<i>Eficacia de las medidas de Forward Guidance</i> . . . . .	300
El objetivo de la estabilidad financiera y la política macro-prudencial . . . . .	301
<i>Importancia de la estabilidad financiera</i> . . . . .	301
<i>Estabilidad financiera y política monetaria</i> . . . . .	302
<i>La política macro-prudencial</i> . . . . .	304
<i>El objetivo de estabilidad financiera en la Eurozona</i> . . . . .	306
Bibliografía . . . . .	307

## Capítulo 7

CONSIDERACIONES FINALES Y REFLEXIONES ‘POST-SCRIPTUM’ A PROPÓSITO DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE ANTE LA PANDEMIA DEL ‘CORONAVIRUS’ . . . . .	315
---	-----

### Dr. Antoni Castells Oliveres

La mutación de la política monetaria del BCE durante la crisis: un breve recordatorio . . . . .	315
La reacción del BCE ante la crisis del coronavirus . . . . .	318

## Publicaciones

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERA . . . . .	323
---	-----

# INTRODUCCIÓN



## EL BANCO CENTRAL EUROPEO Y LA CRISIS FINANCIERA

Excmo. Dr. Antonio Argandoña Rámiz  
*Académico de Número*

Excmo. Dr. Antoni Castells Oliveres  
*Académico de Número*

Crisis significa que ciertos postulados se han agotado, y que ciertos modos de afrontar la vida ya no responden a las nuevas cuestiones.

A mi modo de ver, la crisis hace retemblar más profundamente al hombre cuando ese carácter obsoleto afecta a la idea de progreso.

Leonardo Polo, *Quién es el hombre. Un espíritu en el mundo.*

Madrid: Rialp, 1991, p. 25

En 2007 se pusieron de manifiesto los primeros síntomas de una grave crisis mundial, que empezó en Estados Unidos y se extendió rápidamente a otros países, sobre todo los más desarrollados. En su origen fue una crisis financiera, pero se convirtió muy pronto en la Gran Recesión, larga, profunda y global, una crisis también política y social, que se interpretó en ocasiones como un fallo del sistema capitalista.

En Europa la crisis presentó causas, caracteres y complicaciones propias, especialmente en los países miembros de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que estaban llevando a cabo un gran experimento: una moneda única, con un banco central propio y una política monetaria común, todo lo cual alteraba sustancialmente las reglas del juego, los mecanismos de adaptación a las perturbaciones y las respuestas de política económica.

Desde su implantación el 1 de enero de 1999, el experimento del euro había sido exitoso, de acuerdo con una variedad de indicadores: el objetivo de estabilidad de precios se había conseguido razonablemente, algo que se atribuía, sobre todo, al buen hacer del Banco Central Europeo (BCE); los mercados financieros funcionaban con normalidad; los capitales fluían libremente

entre los países miembros, confirmando la unidad monetaria y financiera que se quería conseguir, y el crecimiento económico era alto, sobre todo en los países periféricos, para los que la estabilidad facilitada por la moneda única fue una oportunidad que no desperdiciaron. La atmósfera económica y financiera hacia 2007 era de razonable optimismo, con no pocas dosis de euforia.

Los primeros síntomas de la crisis se presentaron en el verano de 2007, y se confirmaron en septiembre de 2008, con la quiebra de la compañía de servicios financieros Lehman Brothers. Lo que siguió fue un duro banco de pruebas para el experimento de la moneda única, hasta el punto de que en algunos momentos se temió por su misma supervivencia – la llamada “crisis del euro”. El BCE es una de las pocas instituciones europeas realmente comunitarias, con capacidad para tomar decisiones económicas de gran envergadura, que se aplican a toda la zona euro por encima de los gobiernos nacionales, y que son observadas con atención por los financieros de todo el mundo. El diseño de la política monetaria encomendada al BCE respondía a los mejores estándares vigentes (con algunas lagunas), pero en los años de la crisis se vio sometido a pruebas muy duras, algunas de las cuales se habían previsto anteriormente, aunque no se les había dado la atención necesaria, en tanto que otras eran radicalmente nuevas.

Alguien afirmó que “no se puede desperdiciar una crisis; es una oportunidad para hacer cosas importantes que, de otro modo, no haríamos”<sup>1</sup>. La crisis que sacudió los cimientos de la UEM y, en particular, de la política monetaria europea, ha desembocado en nuevas maneras de entender los problemas y, por tanto, los objetivos y los instrumentos de esa política, así como su conexión con otras políticas de la Unión Europea (UE). Y la frase del filósofo Leonardo Polo que encabeza esta Introducción pone de manifiesto que no se trata de una perturbación menor, transitoria y puramente técnica. Y nos parece que Europa no ha hecho todavía todas las reflexiones que ese acontecimiento merece.

---

<sup>1</sup> Se atribuye a Rahm Emanuel, que fue Jefe de Gabinete del Presidente Barack Obama, pero es, probablemente, una idea mucho más antigua.

En 2015 el Presidente de la Sección de Economía de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de España encargó a los académicos Antonio Argandoña y Antoni Castells la elaboración de unos textos sobre la Política Monetaria del Banco Central Europeo durante la crisis financiera, que servirían de base para las discusiones de la Sección y su publicación posterior. Este ha sido el proceder habitual de la Real Academia, especialmente cuando la sociedad se ha visto impactada por acontecimientos económicos y sociales que exigen una reflexión profunda y una toma de posición de sus académicos. Este libro es el resultado de aquel encargo<sup>2</sup>.

El libro se centra en el análisis y crítica de la política monetaria del Banco Central Europeo, tal como se diseñó e implementó antes de la crisis y, más adelante, sobre los acontecimientos que golpearon a la UEM durante la Gran Recesión y sobre las respuestas que el BCE fue desarrollando a estos retos, con más o menos coordinación con los demás órganos de la Unión Europea (UE), con la Comisión Europea, con los gobiernos nacionales y con otros bancos centrales. Es un intento de presentar unos datos y unas interpretaciones que la sociedad europea sigue necesitando, porque es mucho lo que se juega con lo que resulte del experimento de la moneda única, después de la crisis.

El capítulo 1 explica los orígenes de la moneda única, que es el marco en el que se desenvuelve este libro; de ahí surgen sus fortalezas y debilidades, que exploramos más adelante. El capítulo 2 explica la concepción teórica y práctica de la política monetaria en los años en que se gestó la Unión Económica y Monetaria, y el capítulo 3 desarrolla los planteamientos de esa política en la zona euro en los años anteriores a la crisis. El estallido de esta crisis se estudia en el capítulo 4, que constituye el marco en que se desarrolla la política monetaria del Banco Central Europeo (capítulo 5), cuyas implicaciones se desarrollan en el capítulo 6. Cada uno de los capítulos se ha escrito de forma que pueda leerse con independencia de los demás.

---

<sup>2</sup> Antonio Argandoña es el principal responsable de los cuatro primeros capítulos, y Antoni Castells de los restantes y del Post Scriptum. Pero ambos comparten la responsabilidad por el conjunto del libro y manifiestan su agradecimiento a los miembros de la Sección de Economía por sus útiles sugerencias y críticas.

Escribir una historia siempre tiene la dificultad de poner una fecha límite, sobre todo cuando la historia está viva y la estamos escribiendo (y reescribiendo) cada día. El fin de la narración de este libro debía ser el año 2019, cuando la economía europea parecía haber superado la recesión, y la política monetaria fuertemente expansiva ya daba paso a una normalización, que abría nuevas etapas<sup>3</sup>. Pero, como es habitual, la vida ha sido más rica, y se han producido cambios posteriores al cierre previsto, que han hecho necesario el capítulo final, que cierra, por ahora, esta narración. En concreto, la pandemia del COVID-19 y su impacto sobre la economía mundial y europea han obligado a las autoridades monetarias a continuar con algunas de las políticas anteriores, revisando su aplicación y adaptándolas a la nueva situación de incertidumbre y crisis económica. Pero los hechos ocurridos desde mediados de 2020 quedan fuera ya del alcance de este proyecto.

Barcelona, abril de 2021

---

3 Este libro se ocupa de la política monetaria de la zona euro, de modo que España es solo uno de los países a los que se aplica. No hemos intentado hacer un estudio especial de la crisis en España, ni de los efectos de la política monetaria del BCE en nuestro país.

# CAPÍTULO 1

## EL ORIGEN DE UNA MONEDA ÚNICA EN EUROPA

Excmo. Dr. Antonio Argandoña Rámiz  
*Académico de Número*

### Introducción

El Banco Central Europeo (BCE) es probablemente la pieza más importante de la Unión Económica y Monetaria (UEM). A diferencia de la gran mayoría de bancos centrales, el BCE decide y ejecuta su política monetaria no sobre un país, sino sobre todos los que forman la eurozona. Es lógico, pues, que para entender su política monetaria sea conveniente responder a una pregunta previa: ¿por qué hay una moneda única en Europa?

El proyecto de la moneda única surge como una consecuencia, en cierto modo lógica, de lo que fue primero la Comunidad Económica Europea (CEE), más tarde la Comunidad Europea y luego la Unión Europea (UE). Fue un proyecto antes económico que político, aunque tuvo también motivaciones políticas<sup>1</sup> —y estas últimas pueden explicar, al menos en parte, las prisas e imprudencias que dieron lugar a errores graves en el planteamiento económico de la moneda única y de la política monetaria del BCE.

Este capítulo no pretende ser una historia del proyecto europeo, sino solo de aquellos aspectos que pueden ayudar a entender las causas, los aciertos y

---

<sup>1</sup> La tesis más frecuentemente sostenida es que, ante la inminencia de la unificación alemana y sus profundas consecuencias económicas, políticas y sociales para el proyecto europeo, Francia e Italia exigieron al Canciller alemán Helmut Kohl la aceptación de la moneda única. De todos modos, las negociaciones estaban ya muy adelantadas, muchos políticos europeos pensaban que los tipos de cambio fijos acabarían siendo incompatibles con el Mercado Único (acababa de fracasar, en 1992, el Mecanismo de Tipos de Cambio), y no les gustaba el peso político del Bundesbank en el panorama monetario europeo.

los errores de la moneda única, en cuanto afectan a la política monetaria del BCE. Es, pues, una historia truncada, que acaba con la creación del BCE y el diseño de la política monetaria, tal como se puso en marcha a finales de los años noventa. El lector deberá esperar al capítulo 4 para acabar de conocer el resto de la historia, a saber, la crisis financiera que dio lugar a la llamada crisis del euro, y a los capítulos 5 y 6 para tener una visión más completa de lo que siguió a esa crisis. En lo que sigue, explicaremos los primeros pasos del proyecto europeo, las causas de la creación de la moneda única, sus relaciones con otras políticas europeas, los fallos en el proyecto y el porqué de las reglas fiscales que se establecieron.

## **De la Comunidad Económica Europea a la Unión Económica y Monetaria<sup>2</sup>**

Cuando finalizó la Segunda Guerra Mundial buena parte de Europa se encontraba destruida, había sufrido grandes pérdidas de vidas, infraestructuras y recursos productivos, sus poblaciones estaban empobrecidas, resentidas y desorientadas, y las expectativas de reconciliación no eran halagüeñas. La recuperación económica fue lenta, y supuso grandes sacrificios para todos, a pesar de la ayuda norteamericana, el Plan Marshall.

El 9 de mayo de 1950 el ministro francés de Asuntos Exteriores Robert Schuman, lanzó la célebre Declaración que lleva su nombre<sup>3</sup>, en la que proponía oficialmente la creación de una autoridad común para la gestión del comercio y la producción de acero y carbón; tratándose de dos bienes fundamentales para la fabricación de armas, la aceptación de esa autoridad común

---

2 La bibliografía sobre los antecedentes, la fundación, el crecimiento y las dificultades de la Unión Europea es muy amplia; cf., por ejemplo, Besné, Canedo y Pérez de las Heras (1998), Dinan (2014), Fernández Navarrete (2007, 2018), Hodgson y Peterson (2017), Jones, Me-non y Weatherhill (2012), Kenealy, Peterson y Corbett (2018).

3 Hay que rendir homenaje a los nombres de los otros “padres de Europa”, principalmente a Konrad Adenauer, Winston Churchill, Alcide de Gasperi y Jean Monnet.

implicaba un cierto control exterior sobre la posible preparación de una nueva guerra entre los países que, voluntariamente, se integrasen en ella. Detrás de esa propuesta estaba el deseo de superar los nacionalismos y rivalidades que habían caracterizado a Europa en las décadas anteriores, así como el reconocimiento de que había en el mundo dos nuevas potencias económicas y militares, los Estados Unidos y la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas, ante las que las naciones europeas no podían seguir desunidas.

El Tratado que creaba la Comunidad Europea del Carbón y el Acero (CECA) fue firmado por Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia y Luxemburgo en 1951<sup>4</sup>. Este fue el primer paso para la integración económica de Europa; le siguieron los Tratados de Roma, firmados el 25 de marzo de 1957. En esa fecha los mismos países (“los Seis”) pusieron en marcha la Comunidad Económica Europea (CEE) para la libre circulación de mercancías, mediante lo que se llamó entonces el Mercado Común Europeo<sup>5</sup>. El instrumento utilizado fue una unión aduanera, que incluía la supresión (efectiva el 1 de julio de 1968) de las tarifas aduaneras para las importaciones y exportaciones entre los estados miembros, y el establecimiento de un arancel común para el comercio con terceros países, además de otras políticas e instituciones comunes. El proyecto abría un gran mercado que hacía posible el aprovechamiento de economías de escala y la especialización en la producción, una mayor eficiencia y buenas perspectivas de consolidación y crecimiento económico. El modelo tenía limitaciones, pero despertó el interés de otros países<sup>6</sup> y creó expectativas que, con el tiempo, dieron lugar a sucesivas ampliaciones del proyecto<sup>7</sup>.

---

4 La Tabla 1.1 recoge algunos de los hitos principales de la construcción de Europa.

5 En la misma fecha se firmó el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea de Energía Atómica (EURATOM).

6 Los seis países fundadores del Mercado Común Europeo se han ido ampliando hasta 28 en julio de 2013, 27 desde febrero de 2020, por la retirada del Reino Unido.

7 En 1965 se fusionaron los ejecutivos de las tres comunidades europeas en la Comisión Europea (CE) y se creó el Consejo Europeo.

**Tabla 1.1**

<b>Cronología de la Unión Europea</b>	
<b>Fecha</b>	<b>Acontecimiento</b>
Junio de 1948	Plan Marshall para la reconstrucción europea
5 de mayo de 1949	Se crea el Consejo de Europa por el Tratado de Londres
9 de mayo de 1950	Declaración Schuman
18 de abril de 1951	Tratado de París, que crea la CECA (Comunidad Europea del Carbón y del Acero)
23 de julio de 1952	Entra en vigor el Tratado CECA, con Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo y Países Bajos
25 de marzo de 1957	Firma del Tratado de Roma, que crea la Comunidad Económica Europea (CEE)
1 de enero de 1958	Entra en vigor el Tratado de Roma
30 de julio de 1962	Entran en vigor los Reglamentos que regulan la Política Agrícola Co-mún
8 de abril de 1965	Firma del Tratado de Bruselas, que fusiona los ejecutivos de la CECA, CEE y EURATOM
1 de julio de 1967	Entra en vigor el Tratado de Bruselas; la Comisión y el Consejo son ya únicos
1 de julio de 1968	Supresión de los derechos de aduanas
22 de marzo de 1971	Se adopta el Plan Werner, para la coordinación de las políticas económicas
1 de enero de 1973	Incorporación de Irlanda, Dinamarca y el Reino Unido
12 de marzo de 1979	Entra en vigor el Sistema Monetario Europeo
7 de mayo de 1979	Primeras elecciones directas al Parlamento Euro-peo
1 de enero de 1981	Adhesión de Gre-cia
14 de junio de 1985	Siete países firman el Acuerdo de Schengen sobre la eliminación de algunos controles fronterizos
1 de enero de 1986	Adhesión de España y Portu-gal
1 de julio de 1987	Entra en vigor el Acta Única Europea
8 de noviembre de 1989	Cae el Muro de Berlín
3 de octubre de 1990	Reunificación alemana
1 de noviembre de 1993	Entra en vigor el Tratado de Maastricht
1 de enero de 1995	Incorporación de Austria, Finlandia y Suecia
1 de julio de 1998	Se crea el Banco Central Europeo
1 de enero de 1999	Entra en vigor el euro
1 de mayo de 1999	Entra en vigor el Tratado de Amster-dam
1 de enero de 2002	Se ponen en circulación los primeros billetes y monedas en euros
1 de febrero de 2003	Entra en vigor el Tratado de Niza
1 de mayo de 2004	Adhesión de Polonia, la República Checa, Chipre, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, la República Eslovaca y Eslo-venia

*Cont...*

<b>Cronología de la Unión Europea</b>	
<b>Fecha</b>	<b>Acontecimiento</b>
29 de octubre de 2004	Firma del Tratado de la Constitución Europea
1 de enero de 2007	Incorporación de Rumania y Bulgaria
1 de diciembre de 2009	Entra en vigor el Tratado de Lisboa
1 de enero de 2013	Entra en vigor el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la UEM (pacto presupuesta-rio)
1 de julio de 2013	Adhesión de Croacia

El deseo de convertir a Europa en una gran unidad económica sin barreras internas y con el libre movimiento de bienes, servicios, capitales y trabajo, fue la idea inspiradora del Mercado Único Europeo, creado por el Acta Única Europea (1986). Se trataba de consolidar el mercado interior con avances en el establecimiento de políticas comunes o armonizadas (incluyendo nuevos ámbitos, como la investigación, el desarrollo tecnológico, el medio ambiente y la política social), dirigidas a conseguir un terreno de juego equitativo, en el que las empresas de los países implicados disfrutasen de las mismas condiciones.

Pero la existencia de diversas monedas seguía siendo un obstáculo importante, ya que la depreciación o apreciación de una moneda afectaba a los precios de compra y venta de los productos, de modo que la operación que ayer era rentable podía dejar de serlo mañana. Con tipos de cambio flexibles, el Mercado Único no sería nunca una realidad definitiva.

### **La moneda única**

Los Acuerdos de Bretton Woods (1944) habían establecido el llamado patrón cambios oro: un sistema de tipos de cambio fijos de las distintas monedas con el dólar, convertida en moneda de referencia que, a su vez, mantenía una equivalencia constante en términos de oro. Cuando en 1968 el dólar rompió ese vínculo estable con el oro, el sistema monetario internacional entró en un periodo de fuerte volatilidad cambiaria, coincidiendo con la crisis del petróleo, cinco años después.

Como acabamos de señalar, un sistema de tipos de cambio variables solo era parcialmente compatible con los objetivos de un mercado común. Por ello, en 1972 se creó la Serpiente Monetaria Europea: un mecanismo de flotación conjunta de los tipos de cambio entre las monedas europeas (con un límite del 2,5%) y del conjunto de estas frente al dólar (con un margen del 4,5%), de modo que la senda de las monedas nacionales parecía el movimiento de una serpiente dentro de un túnel; esto debía permitir una cierta flexibilidad de las políticas nacionales, sin provocar una excesiva volatilidad cambiaria. Pero el experimento no dio resultado, por la frecuencia de devaluaciones y revaluaciones.

La solución pareció llegar en 1979 con el Sistema Monetario Europeo (SME) y, dentro de él, el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC), un sistema de tipos de cambio fijos ajustables. Los tipos de cambio de cada moneda se establecían con referencia a una cesta de las monedas participantes con distintas ponderaciones, la Unidad Monetaria Europea o ECU, pero admitían una moderada flexibilidad, dentro de una estrecha banda de fluctuación (2,25% para la mayoría de países, 6% para algunos), lo que reducía el riesgo para los exportadores e importadores, al menos cuando el mercado de divisas no estaba sometido a perturbaciones importantes. Que los tipos fuesen ajustables significa que se permitían depreciaciones o apreciaciones más allá de la banda, que los países que sufrían una crisis debían negociar con sus socios, lo que dificultaba las políticas de arruinar el vecino (*beggar thy neighbour*), frecuentes en los años que siguieron a la Gran Depresión de 1929.

El riesgo cambiario, sin embargo, subsistía, principalmente porque los países miembros practicaban distintas políticas monetarias y fiscales; los tipos de interés que resultaban de esas políticas resultaban a menudo incompatibles con los que permitirían mantener la cotización de su moneda alineada con la del resto de socios, principalmente con la moneda de referencia, que era el marco alemán. Esto, en un entorno de alta movilidad de capitales, hacía que los desequilibrios se acumulasen, y las reacciones de los mercados provocasen depreciaciones o apreciaciones importantes y bruscas, en medio de episodios de fuerte especulación. Todo esto dificultaba las intervenciones de los bancos

centrales para mantener el tipo de cambio inicialmente fijado<sup>8</sup>, como se puso de manifiesto en las crisis cambiarias de 1992-93<sup>9</sup>.

Es así como se consolida el proyecto de una moneda única, que debía eliminar los costes de conversión entre monedas y las incertidumbres derivadas de la volatilidad de los tipos de cambio, como medio para optimizar el funcionamiento del Mercado Único<sup>10</sup>. La aprobación del Tratado de la Unión Europea (TUE), firmado en Maastricht el 7 de febrero de 1992<sup>11</sup>, puso en marcha la Unión Económica y Monetaria europea (UEM)<sup>12</sup>: un grupo de países de la UE cuyas monedas están vinculadas por un sistema de tipos de cambio irrevocable y permanentemente fijos, concretado en una moneda común, el euro, que empezó a circular virtualmente en 1999 y materialmente, en monedas y papel, el 1 de enero de 2002. Una moneda única implica la existencia de un banco central único, el Banco Central Europeo (BCE)<sup>13</sup>, y una política monetaria única.

---

8 También el mantenimiento de los precios en la Política Agrícola Común (PAC) hacía necesaria la estabilidad de los tipos de cambio.

9 La unificación alemana provocó un aumento de la inflación y del déficit público, de modo que los tipos de interés subieron en Alemania, pero otros países no estaban dispuestos a aumentarlos en una coyuntura de incipiente recesión. La expectativa de una depreciación de esas monedas llevó a movimientos especulativos, que obligaron a sus bancos centrales a vender buena parte de sus reservas, hasta que la situación se hizo insostenible. En medio de repetidas devaluaciones, Italia y Gran Bretaña abandonaron el MTC, y otras monedas les siguieron en los meses siguientes. En agosto de 1993 las bandas de fluctuación de ampliaron hasta el 15%, y poco después se dio por terminado el SME.

10 Como antecedentes se pueden citar el Plan Barre (1969), el Informe Werner (1970) y, sobre todo, el Informe Delors, que se aprobó en la cumbre de Madrid en 1989 y que estaba más directamente orientado hacia la creación de la moneda única. Es importante señalar que estos documentos apuntaban hacia la consecución de una Unión Política, ya prevista por Jean Monnet y otros padres fundadores de la CEE, como colofón del proceso.

11 Se trata de uno de los tratados fundacionales de la Unión Europea (UE). El texto consolidado de este tratado incluye el del Tratado de Funcionamiento de la UE (antes Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, que fue originalmente el Tratado de Roma), el de la EURATOM y la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea.

12 “La Unión [Europea] establecerá una unión económica y monetaria cuya moneda es el euro” (art. 3.4 del TUE).

13 Estrictamente hablando, hay que distinguir entre el Banco Central Europeo (BCE), el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), formado por el BCE y los bancos centrales de

La puesta en marcha de la moneda única se llevó a cabo en tres etapas, de acuerdo con lo previsto en el Informe Delors (1989). En la primera (1990-93) se suprimieron las limitaciones al movimiento de capitales entre los Estados miembros y se reforzó la cooperación entre sus bancos centrales. En este periodo se firmó el Tratado de Maastricht (1992), que recogió formalmente el proyecto de la moneda única.

En la segunda fase (1993-98) se creó el Instituto Monetario Europeo (IME), el 1 de enero de 1994, que fue el encargado de diseñar la moneda única y la nueva política monetaria, y preparar la creación del BCE, lo que tuvo lugar formalmente el 1 de junio de 1998. El Consejo Europeo de 2 de mayo de 1998 decidió cuáles serían los once países iban a componer la UEM a partir del 1 de enero de 1999<sup>14</sup>, fecha del comienzo de la tercera fase, cuando el BCE inició formalmente su actividad, se establecieron los tipos de cambio irrevocables de las monedas de los países elegidos con el euro y este empezó a existir como unidad monetaria, de cotización y cambio, aunque las monedas y billetes en euros no se pusieron en circulación hasta el 1 de enero de 2002.

De la moneda única se esperaban beneficios como la eliminación de los costes de conversión de monedas, la transparencia en las operaciones (que reduciría las diferencias de precios), la disciplina de las políticas económicas de los gobiernos y, sobre todo, la supresión de la incertidumbre que acompaña a los tipos de cambio no irrevocablemente fijos. Esos beneficios debían crecer con el paso del tiempo y, al cabo de los años, la evidencia muestra que esos beneficios se produjeron y fueron importantes, de modo que nuevos países de la UE mostraron su interés para integrarse en el euro, desde los 11 de 1999 hasta los 19 de 2015.

---

todos los países de la UE, y el Eurosistema, integrado por el BCE y los bancos centrales de los países de la UEM. De estas diversas instituciones y su funcionamiento nos ocuparemos en el capítulo 3.

14 Dinamarca, Suecia y el Reino Unido no optaron por la incorporación; Grecia fue rechazada, porque no cumplía con todos los requisitos de las condiciones de acceso, pero fue admitida en 2001.

## Otras políticas comunitarias

La UE es un gran mercado, de más de 500 millones de personas, con un elevado nivel de vida. Detrás de ese mercado está un elevado potencial productivo basado en una mano de obra cualificada, un alto stock de capital físico, social y tecnológico, un gran tejido empresarial y unas instituciones favorables para la actividad económica, además de un estado del bienestar desarrollado y un entorno económico estable, medido, por ejemplo, por la tasa media de inflación.

Lo que la UE ofrece a sus socios es la oportunidad de una libre circulación de bienes y servicios, capitales y personas, que se basa en un marco legal, político, social e institucional, posibilitado por un conjunto de políticas comunes o armonizadas: agrícola, de pesca, medio ambiente, sanidad, competencia, derechos de los consumidores, educación, transporte y telecomunicaciones, turismo, energía, industria, investigación, empleo y política social, sanidad, cultura, deporte, espacio de libertad, seguridad y justicia, control de fronteras e inmigración, cooperación policial y judicial, y otros muchos ámbitos. De entre todos estos, debemos mencionar algunos, por sus relaciones con la política monetaria, que es la que aquí nos ocupa<sup>15</sup>.

- La libertad de movimientos de capitales fue prácticamente total hasta la reciente crisis financiera: la UE ofrecía un entorno financiero teóricamente homogéneo, con libertad de movimiento de capitales, gran estabilidad macroeconómica y una tasa de inflación baja y estable, especialmente en el área del euro.
- En la UE la soberanía fiscal recae en los gobiernos de los países miembros, que son responsables de su política fiscal, con algunas limitaciones. Las actuaciones de la UE en este ámbito se orientan principalmente a garantizar el buen funcionamiento del mercado único, mediante la

---

<sup>15</sup> No desarrollaremos aquí estas políticas, que irán apareciendo en los capítulos siguientes, conforme lo exija la presentación de la política del BCE y la crisis financiera.

eliminación de los obstáculos fiscales a la actividad económica transfronteriza, la armonización de los impuestos (sobre todo indirectos y de sociedades) y el establecimiento de limitaciones a las ayudas públicas (subvenciones y reducciones impositivas que puedan suponer un tratamiento preferencial para las empresas del país frente a sus competidores de otros estados comunitarios)<sup>16</sup>, incluyendo la lucha contra la evasión y el fraude fiscal, que supone también un tratamiento desleal para con los competidores.

- El TUE estableció límites al tamaño del déficit público y del nivel de deuda pública de los países que entrasen a formar parte de la UEM<sup>17</sup>, así como después, a lo largo del tiempo. Se trataba de garantizar que los gobiernos de los países miembros de la eurozona no necesitarían nunca el rescate de su deuda pública, y que no actuarían con oportunismo, financiando un gasto público excesivo con la ventaja que da el bajo riesgo de esa deuda dentro de la UEM.
- El tamaño del Presupuesto comunitario, que se financia con las aportaciones de los países miembros, es reducido<sup>18</sup>. Incluye solo algunas partidas redistributivas, dirigidas a corregir las diferencias en el nivel de vida de algunos colectivos, con especial atención a las zonas rurales, a las zonas afectadas por una transición industrial y a las regiones que padecen desventajas naturales o demográficas graves y permanentes como, por ejemplo, las regiones más septentrionales con escasa densidad de población y las regiones insulares, transfronterizas y de montaña. Estas políticas, llamadas de cohesión económica, social y territorial, actúan principalmente a través de los Fondos Estructurales<sup>19</sup>. La UE

---

16 Arts. 107-113 del TUE.

17 Art. 126.2 del TUE y Protocolo n. 12, art. 1.

18 El Presupuesto para 2019 representaba el 1,16% del PIB de la UE.

19 Como el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER), el Fondo Social Europeo (FSE), el Fondo de Cohesión (FC), el Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural (FEADER), el Fondo Europeo Marítimo y de Pesca (FEMP). También hay que mencionar el Banco Europeo de Inversiones (BEI), que financia inversiones a largo plazo.

no dispone de un Tesoro común, con instrumentos para corregir las perturbaciones cíclicas que afectan a algunos países miembros (*shocks* asimétricos).

## Referencias

- Amato, G., E. Moavero-Milanesi, G. Pasquino y L. Reichlin, eds. (2019), *The History of the European Union: Constructing Utopia*. Oxford: Hart Publishing.
- Besn , R., J.R. Canedo y B. P reza de las Heras (1998), *La Unión Europea: Historia, instituciones y sistema jurídico*. Bilbao: Universidad de Deusto.
- Dinan, D. (2014), *Origins and Evolution of the European Union*. Oxford: Oxford University Press, 2<sup>a</sup> ed.
- Fernández Navarrete, D. (2007), *Fundamentos económicos de la Unión Europea*. Madrid: Thompson.
- Fernández Navarrete, D. (2018), *Historia de la Unión Europea, de los órdenes al Brexit*. Madrid: UAM Ediciones.
- Gas liba, C. (1996), *El Euro*. Barcelona: Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.
- Hodgson, D. y J. Peterson (2017), *Institutions of the European Union*. Oxford: Oxford University Press, 4<sup>a</sup> ed.
- Jones, E., A. Menon y J. S. Weatherhill, eds. (2012), *The Oxford Handbook of the European Union*. Oxford: Oxford University Press.
- Kenealy, D., J. Peterson y R. Corbett (2018), *The European Union: How Does it Work?* Oxford: Oxford University Press, 5<sup>a</sup> ed.
- Powell, C. (2015), "The long road to Europe: Spain and the European Community, 1957-1986", Real Instituto Elcano Working Paper 9/2015.
- Ruesga, S.M. y J.M. García de la Cruz (1998), *El euro*. Madrid: Acento Ediciones.



## CAPÍTULO 2

### LA TEORÍA Y LA PRÁCTICA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Excmo. Dr. Antonio Argandoña Rámiz  
*Académico de Número*

#### **Introducción**

La Unión Económica y Monetaria (UEM) se apoya en dos pilares: una moneda única, el euro, y una política monetaria única, que se encomienda al Banco Central Europeo (BCE). En este capítulo explicaremos los fundamentos del diseño de esa política que, como es lógico, recogía el consenso, amplio, aunque no unánime, de los teóricos y las autoridades monetarias que se había ido formando hasta finales del siglo veinte. De este modo, pondremos las bases para entender el diseño y la implementación de la política monetaria del BCE (capítulo 3), su aplicación concreta y rediseño, por parte del BCE, a raíz de la Gran Recesión y la crisis financiera (capítulos 5), los cambios de fondo que la crisis ha supuesto para la misma (capítulo 6) y los provocados por la COVID-19 (capítulo final).

En lo que sigue explicaremos primero las influencias que las teorías económicas dejaron en el diseño y funcionamiento de la política monetaria, que nos permitirán entender la visión que de esa teoría se tenía en los años 1990 y cuáles eran sus objetivos últimos; veremos después cómo esos objetivos se hacen operativos en el control de la liquidez de las instituciones financieras; luego presentaremos los principales instrumentos que se utilizan en la implementación de la política monetaria, y volveremos al marco de la economía nacional para estudiar los canales o mecanismos de transmisión de la política monetaria a los mercados y a la economía real, las características que se piden al gestor de esa política, las relaciones entre la política monetaria y la fiscal y, como resumen, el funcionamiento de la política monetaria.

Aquí no pretendemos hacer una apología ni una crítica de la manera de entender y manejar la política monetaria que ha estado vigente en los últimos años. Nuestro análisis se referirá, principalmente, a los años anteriores a la crisis financiera, y el marco geográfico será el de los países occidentales avanzados, siempre teniendo en cuenta que nuestro objetivo es explicar la política monetaria del BCE, que se examinará en los capítulos 3 y 5.<sup>1</sup> En el capítulo 6 podremos comprobar cómo ha cambiado todo esto, como consecuencia de la crisis.

La opinión pública suele ser muy crítica con los errores de la política monetaria – e incluso con sus aciertos, pues no siempre entiende su necesidad, sus objetivos y las dificultades de su implementación. La política monetaria tiene algo de arte, aunque se apoye en la ciencia económica (Colander y Daane 1994); está sometida a condicionantes geográficos, históricos, políticos y sociales, y opera, a menudo, dentro unos estándares que facilitan el análisis y la decisión, pero que pueden llevar a errores. Por ello, conviene leer estas páginas con una cierta dosis de espíritu crítico, que no está reñido con la admiración y el reconocimiento a los que, a lo largo de los siglos, han contribuido al desarrollo de la teoría y la práctica de la política monetaria<sup>2</sup>.

## Teoría y política monetaria

Lo que ahora entendemos por política monetaria es una práctica relativamente reciente: durante siglos, los gobiernos respondieron unas veces de forma pasiva a la creación de dinero (por ejemplo, a la llegada de oro procedente de América); otras veces, manipulando el valor del dinero (por ejemplo,

---

1 Como es lógico, muchas de las referencias bibliográficas de este capítulo no son actuales, porque aquí tratamos de explicar el pensamiento vigente en los años que precedieron a la creación del BCE, dejando para capítulos posteriores los desarrollos durante y después de la crisis financiera. El marco teórico fue ampliamente desarrollado en aquellos años; cf., por ejemplo, Argandoña (1981), Rojo (1974); actualmente el marco vigente se inspira en la Nueva Economía keynesiana (Galí 2015, Woodford 2003), entre otras fuentes.

2 Hay muchas buenas historias de la política monetaria y de los bancos centrales; cf., por ejemplo, Goodhart (1988), Bordo y Siklos (2017).

reduciendo fraudulentamente el contenido de metal precioso de las monedas); obligando al banco central a proporcionarle financiación gratuita para sus gastos, o controlando directamente la concesión de crédito al sector privado.

La concepción de la política monetaria en los años anteriores a la crisis financiera se apoya, como es lógico, en los desarrollos teóricos y en las experiencias de aquellos años. He aquí algunas muestras, a propósito de lo que veremos en las páginas siguientes: 1) los objetivos de la política monetaria y la independencia del banco central; 2) el uso de un tipo de interés como variable clave; 3) una política monetaria basada en reglas; 4) la gestión de la política monetaria ante perturbaciones negativas, y 5) la figura del banco central.

1. La sabiduría convencional creía firmemente que hay una relación sólida entre la inflación y el crecimiento del producto o el empleo (la llamada curva de Phillips): aquella era el ‘peaje’ que había que pagar para lograr el avance del PIB. El papel de la política monetaria comenzaba provocando una expansión monetaria, que aumentaba la demanda agregada y reducía el paro, pero que acababa generando inflación, deteriorando la competitividad (en un mundo de tipos de cambio fijos) y creando déficit exterior y malestar social, que obligaba a una contracción monetaria que llevaba a una recesión, en la que el paro frenaba las reivindicaciones salariales y moderaba la inflación, preparando al país para una nueva fase de *stop and go*<sup>3</sup>.

Esto cambió con las teorías monetaristas (Friedman 1968, 1977; cfr. Argandoña 2020): se supone que los agentes actúan mirando al futuro, esto es, formando expectativas, de modo que entienden que los impulsos monetarios acabarán pronto en inflación, contra la que se defienden con los medios que tienen a su alcance, subidas de precios y salarios, de modo que aquellas expansiones monetarias tienen, a lo

---

<sup>3</sup> O, alternativamente, se aplicaban políticas de rentas: controles de precios y salarios que enturbiaban el funcionamiento de los mercados, sin arreglar ni la inflación ni el paro.

más, efectos transitorios sobre las variables reales<sup>4</sup>. De ahí se derivaban algunas conclusiones importantes: 1) el objetivo de la política monetaria debe ser la estabilidad de precios, sin intentar influir en el crecimiento y la creación de empleo; 2) la política monetaria debe correr a cargo de un banco central independiente, más o menos ajeno a las veleidades, las modas y los intereses de la política.

2. El monetarismo (Friedman 1956) proponía un regreso a la teoría cuantitativa, que atribuía a la cantidad de dinero un papel principal en la actividad económica y financiera. Pero a lo largo de los años ochenta se mostró que no servía como instrumento de la política monetaria, porque la demanda de dinero era muy inestable. Entonces se sustituyó por un tipo de interés, con base en dos supuestos (Novales 2010): los efectos de la política monetaria se transmiten a través de los tipos de interés (o de los precios de los activos), no de los agregados monetarios, y los tipos de interés de diversos mercados y a diversos vencimientos están conectados entre sí y con los tipos de interés que controla el banco central (hipótesis de las expectativas). La conclusión a la que se llegó en la década de los ochenta es que todo lo que se necesita para gestionar la política monetaria es el control de un tipo de interés a muy corto plazo.
3. Los economistas que llamaron la atención sobre el dinero y la política monetaria en la segunda mitad del siglo veinte señalaron su papel fundamental y, al mismo tiempo, el peligro que llevaba consigo su mala gestión, como la Gran Depresión, que se interpretó como un error de la Reserva Federal (FED), y las hiperinflaciones en muchos países, por el descontrol del dinero. Por tanto, concebían la política monetaria como la creación de un marco estable para la economía; y que esa estabilidad procedía no de las decisiones discrecionales de los banqueros

---

4 O sea, la curva de Phillips, que relaciona el paro o el crecimiento económico con el aumento de salarios o de precios, es vertical a largo plazo (y, en periodos de alta inflación, ese largo plazo puede ser muy corto).

centrales, sino del seguimiento de unas reglas, que hacían previsibles las acciones de la autoridad monetaria, dejándoles, eso sí, un amplio margen de libertad cuando las circunstancias lo exigían<sup>5</sup>.

4. Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal norteamericana (FED) entre 1987 y 2006, dio un paso importante a la hora de formular la gestión de la policía monetaria: el *Greenspan put*, la expectativa de que, si la actividad económica y la bolsa experimentaban una caída importante, la autoridad monetaria reduciría inmediatamente el tipo de interés, poniendo de este modo un límite a la pérdida que podían sufrir los inversores<sup>6</sup>. Esta se convirtió en una práctica habitual de los bancos centrales, desde la caída de la bolsa en 1987, los temores del año 2000, el pinchazo de la burbuja de las *Puntocom*, los atentados terroristas del año 2001 y todos los episodios posteriores, hasta el *quantitative easing*, las *outright monetary transactions* y el “haremos todo lo que sea necesario para mantener el euro” de Draghi en 2012 (véanse los capítulos 4 a 6).
  
5. “El banco central ha evolucionado desde financiador de guerras<sup>7</sup>, a la institución especialista que Bagehot describe en *Lombard Street*, al regulador incipiente y, en la actualidad, a la institución ‘científicamente’ conducida” (Larkin 2014, 3)<sup>8</sup>.

---

5 La regla que proponía Friedman (1960) era una tasa de crecimiento constante de la cantidad de dinero, de modo que se reducía considerablemente la discrecionalidad de las autoridades monetarias, para evitar sus errores y, sobre todo, su oportunismo para aprovechar las expansiones monetarias para aumentar el crecimiento, con el coste, importante a medio plazo, de una mayor inflación.

6 Una opción *put* es un contrato por el que un agente puede vender un valor cuando lo desee, a un precio determinado previamente, lo que pone un límite a la pérdida que puede experimentar cuando cae ese precio, sin reducir su ganancia si el precio sube.

7 Los bancos centrales fueron creados, a menudo, como instrumentos de financiación de los gobiernos, cuando la emisión de deuda resultaba demasiado onerosa, o incluso imposible, por el elevado riesgo de impago de esa deuda.

8 Esto tiene aún otra consecuencia: el gobernador del banco central, nombrado por el gobierno, se convierte en el miembro de una élite que se codea con presidentes, primeros ministros y ministros de finanzas (cf. Larkin 2014, 12).

La política monetaria, tal como funcionaba en los años en que se estaba diseñando la moneda única, bebía de las teorías vigentes y de las experiencias de los bancos centrales. Y, como es lógico, la que surgió de la crisis financiera es también deudora de aquellas teorías, pero también de los problemas surgidos desde 2007 y de los desarrollos teóricos recientes, como veremos en los capítulos 5 y 6<sup>9</sup>.

## Qué es la política monetaria

La política monetaria es el proceso de control de la creación de dinero y crédito que llevan a cabo las autoridades monetarias de un país, habitualmente a través del control de un tipo de interés. Forma parte, junto con la fiscal y la cambiaria, de las políticas macroeconómicas, que tratan de influir en variables agregadas como la tasa de crecimiento del producto interior bruto (PIB), el empleo, la tasa de inflación y/o el tipo de cambio (Argandoña 1997; Cuadrado et al. 1995).

Lo primero que nos viene a la mente cuando oímos hablar de política monetaria es, probablemente, que el banco central está tratando de manejar alguna variable financiera para conseguir ciertos resultados macroeconómicos. Pero es mucho más que una política ocasional, porque, como ya dijimos, su objetivo es crear un marco estable para el funcionamiento eficiente y ordenado de la economía. Viene a ser, pues, como un escalón intermedio entre el marco legal e institucional (el estado de derecho, los derechos de propiedad, el libre mercado, la legislación sobre contratos, el sistema judicial, el régimen impositivo y de seguridad social y otras instituciones) y la operativa cotidiana de los agentes y mercados. Su propósito es crear un entorno estable, pero no rígido, en términos de variación de precios, con influencias en los mecanismos de pago, la financiación del sector privado, los tipos de interés del crédito, el

---

9 Si el lector consulta algún manual de teoría monetaria de los años 1970, encontrará probablemente una versión distinta de la creación de dinero y de la política monetaria, que se recoge brevemente en el Anexo a este capítulo.

tipo de cambio, los mercados financieros, etc., que haga posible, eficiente y seguro el funcionamiento de la economía real.

Lo que explicaremos en este capítulo y en el siguiente es la concepción y el diseño de la política monetaria en los principales bancos centrales y en el BCE, hasta la crisis financiera de 2008. Este discurso se mantiene en la actualidad, de modo que parece lógico pensar que las autoridades monetarias, al menos las europeas, siguen moviéndose en el esquema que aquí explicamos, aunque ha experimentado cambios importantes, que recogeremos en los capítulos 5 y 6 y en el capítulo final.

## **Los objetivos de la política monetaria**

Los objetivos de la política monetaria suelen estar fijados por la constitución del país o por alguna ley fundamental. Pero detrás de ellos hay mucho análisis económico – y mucha historia.

El objetivo final de la política monetaria debería ser el bienestar de los ciudadanos, o sea, su nivel de vida, la estabilidad económica, su libertad y el ejercicio de sus derechos básicos, su seguridad y otras variables importantes. Pero, formulado de esta manera, no sería operativo ni, por tanto, creíble: hay que bajar a la tierra este ideal. En los años ochenta y noventa se había llegado a un elevado consenso sobre cuál debía ser ese objetivo: la estabilidad de los precios, es decir, una tasa de inflación baja y estable, medida con un índice de precios de consumo (IPC). El consenso sobre este tema era muy amplio, aunque no completo (cfr. Argandoña 1981; Bernanke et al. 1999; Cuadrado et al. 1995; Woodford 2003). De hecho, todos los bancos centrales del G-7 siguen ese único objetivo, con excepción de la FED (y el Banco de la Reserva Federal de Nueva Zelanda, desde 2018: cf. Honohan 2018).

### *La estabilidad de los precios*

¿Por qué se propone este objetivo de la política monetaria? Porque 1) es bueno para la economía, y 2) solo puede lograrlo esa política.

1. La estabilidad de precios es buena para la economía. Una inflación baja facilita el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y trabajo, evitando la confusión entre variaciones de precios relativos y del nivel general de precios; contribuye a un entorno social estable<sup>10</sup>, y lleva consigo tipos de interés bajos (en términos nominales, porque incluyen la inflación esperada, y en términos reales, porque la prima de riesgo de inflación será también baja), lo que favorece las decisiones de consumo e inversión. Todo esto facilita una adecuada asignación de recursos, evita las distorsiones que la inflación provoca en el sistema impositivo y minimiza las redistribuciones arbitrarias de renta y riqueza, especialmente sobre grupos sociales cuyos ingresos son relativamente rígidos, como pensionistas, trabajadores cuyos salarios no están indizados con la inflación y tenedores de valores de renta fija.
2. Los economistas coinciden en considerar que la inflación es un fenómeno monetario, al menos a largo plazo; es decir, su causa es un crecimiento excesivo de la cantidad de dinero (“demasiado dinero a la caza de demasiado pocos bienes”)<sup>11</sup>. Por tanto, el mantenimiento de la estabilidad de precios debe ser una responsabilidad del banco central, que es la institución encargada de controlar el proceso de crea-

---

10 Típicamente, periodos de inflación alta y, sobre todo, variable, causan malestar social, creando la imagen de que “alguien” provoca la inflación para beneficiarse a costa de los demás ciudadanos. Incluso cuando los salarios están indizados con la inflación, el trabajador experimenta muchos meses de subidas de precios en la cesta de la compra, y solo un día de aumento de su salario.

11 La teoría sobre la inflación se desarrolló considerablemente a partir de los años 60 del siglo pasado, debido a los frecuentes episodios de subidas de precios y a las dificultades para reducir la inflación (Bordo y Orphanides 2013). Algunas referencias relevantes son M. Friedman (1963, 1977), Frish (1988), Gordon (1985), Perry et al. (1980).

ción de dinero. Y, como explicamos más arriba, otros objetivos que se pueden proponer no sustituyen al de la estabilidad de precios, sino, en todo caso, lo complementan.

Para que el objetivo de la estabilidad de los precios sea operativo y creíble, debe ser cuantificado en una cifra, aunque sea aproximada, o una banda. Esa cuantificación variará según los países y las circunstancias.

El objetivo de inflación cero es teóricamente atractivo, pero no en la práctica, por los posibles sesgos de medición del IPC, y también porque su cumplimiento exige que, si algunos precios suben, otros deben bajar en términos nominales, lo que puede presentar dificultades psicológicas, políticas e institucionales (por ejemplo, a la hora de aceptar una reducción de los salarios nominales). Por el contrario, se supone que las pérdidas de eficiencia y los costes dinámicos de adaptación de la economía real a una inflación positiva, pequeña, estable y, por tanto, previsible, son reducidos.

La deflación (crecimiento negativo del conjunto de los precios) tampoco es deseable, sobre todo si tiene lugar durante una recesión, porque puede dar lugar a tipos de interés reales altos<sup>12</sup>, aumenta el coste real de la deuda y encarece su devolución, y porque, si genera expectativas sostenidas de deflación, puede llevar al aplazamiento de las decisiones de compra, acentuando la recesión (Fisher 1932; cf. Argandoña 2013).

Es bien conocido que distintos precios responden a dinámicas distintas. Por ejemplo, los precios agrícolas se mueven frecuentemente de acuerdo con factores exógenos, como el clima, y los del petróleo y de algunas materias primas están influidos por decisiones políticas o del cártel de los países produc-

---

<sup>12</sup> El tipo de interés real es el nominal, del que se habla habitualmente, menos la tasa de inflación esperada; si esta es negativa (deflación), el tipo de interés real será mayor. Y es el tipo real el que es relevante para las decisiones económicas porque, se supone, los agentes no se dejan llevar por la “ilusión monetaria” (la ilusión de que una cantidad de dinero es muy alta, pese a que su poder adquisitivo es pequeño, porque los precios son altos).

tores, mientras que la mayoría de productos industriales y servicios se rigen por la evolución, más o menos libre, de la oferta y la demanda. Estrictamente hablando, el objetivo de la política monetaria debería ser un índice de precios subyacente, sin alimentos no elaborados ni productos energéticos<sup>13</sup>. Pero se prefiere utilizar el índice general, porque el público lo entiende mejor y porque, además, la política monetaria orientada a controlar el crecimiento del IPC general sigue siendo óptima, aunque se produzcan cambios en, por ejemplo, el precio del petróleo (Blanchard y Galí 2007a).

Algo parecido ocurre con la distinción entre inflación (crecimiento continuado y sostenido del nivel general de precios) y alzas de los precios estacionales o de una sola vez (como, por ejemplo, las debidas a una devaluación de la moneda o a un aumento de los impuestos sobre el consumo o sobre el valor añadido): es conceptualmente relevante, pero de difícil identificación en la práctica. Por ello, el objetivo de la política monetaria no suele distinguir entre ambos tipos de subidas del índice de precios<sup>14</sup>.

La política monetaria está orientada al futuro, no al pasado; por eso, lo que importa es la inflación que ocurrirá dentro de un tiempo, no la de este momento y, por tanto, las expectativas de inflación son muy relevantes: si, por ejemplo, los agentes económicos esperan que en el futuro próximo los precios van a aumentar más de lo que el banco central prevé, se defenderán tratando de subir sus precios y salarios, reduciendo la eficacia de la actuación de la autoridad monetaria. Conseguir la estabilidad de precios exige anclar las expectativas de inflación, y esto se consigue anunciando (y cumpliendo) objetivos de inflación estables y creíbles. Las expectativas de inflación dependen de factores institucionales y estructurales (indización de salarios y otras rentas, régimen cambiario, normas y prácticas sobre los convenios colectivos, regu-

---

13 Esta es la medición de la inflación subyacente que utiliza el Instituto Nacional de Estadística (INE) español.

14 Pero las autoridades monetarias sí deben tener en cuenta la naturaleza y permanencia de los cambios en los precios, a la hora de decidir la velocidad, firmeza y duración de sus medidas. Los servicios de estudios de los bancos centrales vigilan también otras variables, como los precios al por mayor y de importación, los salarios y los costes laborales unitarios.

laciones fiscales, etc.), pero también de las experiencias de los ciudadanos, y, por tanto, del diseño de la política monetaria y de la política de comunicación del banco central.

La inflación suele tener una notable inercia, porque los agentes económicos utilizan su experiencia reciente para formar sus expectativas sobre los precios futuros. Por eso es mejor tratar de frenar una inflación incipiente que aplazar su corrección hasta que sea manifiesta<sup>15</sup>. Pero una respuesta automática y brusca a las desviaciones de la tasa de inflación respecto de su objetivo puede ser desestabilizadora, porque el crecimiento de los precios se va manifestando a lo largo del tiempo, porque las expectativas de inflación se forman también de manera paulatina y no siempre regular, y porque la política monetaria actúa con retardos. Por tanto, se pueden y deben aceptar desviaciones de la tasa de inflación respecto del objetivo, siempre que sean transitorias, que no creen expectativas firmes de inflación y, en su caso, que vayan acompañadas de medidas correctoras, debidamente anunciadas y creíbles.

Una consecuencia de lo anterior es que los bancos centrales deben seguir una estrategia flexible a la hora de analizar las variables de las que extraen la información sobre la naturaleza de las perturbaciones y los horizontes temporales relevantes. Ya dijimos que la política monetaria tiene mucho de arte —y de liderazgo—, no solo de ciencia y procedimientos, de modo que sus gestores necesitan un margen de discreción a la hora de decidir cuándo y cómo actuar, dentro del mandato recibido, sin reglas demasiado rígidas y sin presiones políticas cortoplacistas (Walsh 2001). Pero una estrategia flexible no significa discrecionalidad: a medio plazo las reglas se han de cumplir, aunque la autoridad monetaria debe tener un margen para permitir, por ejemplo, que la tasa de inflación sea superior a la fijada como objetivo, si se corre el riesgo de que una corrección brusca causa perjuicios importantes.

---

15 Los políticos encuentran habitualmente razones para transigir con una inflación demasiado alta, porque tiene efectos expansivos a corto plazo, aunque tendrán que ser más contractivos en un plazo más largo. Este es el “sesgo inflacionario” (Kydland y Prescott 1977), que el objetivo de la política monetaria en términos de inflación esperada trata de corregir.

### *El crecimiento, el producto potencial y el empleo*

Una tesis ampliamente compartida entre los economistas es que, a largo plazo, las variables reales (el producto interior bruto real, por ejemplo) dependen solo de variables reales (dotación de factores, tecnología, demografía, preferencias de los agentes, instituciones, etc.) y, también a largo plazo, las variables nominales (como el nivel general de precios o todo aquello que se calcule a precios corrientes) dependen de factores nominales, como la cantidad de dinero.

Ahora bien, a corto plazo los cambios en las variables nominales inciden también en variables reales. Por ejemplo, un aumento no esperado de la cantidad de dinero y del crédito reducirá los tipos de interés reales, lo que incrementará el consumo, la inversión, el producto y el empleo. Pero pasado un tiempo, esas variables volverán a sus niveles anteriores, y el cambio monetario se traducirá en un ajuste de precios.<sup>16</sup>

Esto nos lleva a preguntarnos si la política monetaria debería perseguir no solo un objetivo de estabilidad de precios a largo plazo, sino también objetivos sobre el producto y el empleo, a corto plazo. En la práctica, podemos hablar de tres modelos posibles en la gestión de la política monetaria:

1. El objetivo debe ser solo la estabilidad de precios, porque la función principal de la política monetaria debe ser la creación de un marco estable para la actividad económica, es decir, una inflación baja y estable, con tipos de interés también estables, lo que permitirá el buen funcionamiento de una economía de mercado libre, competitiva y eficiente, recurriendo, si es necesario, a otras políticas (fiscal, de oferta,

---

<sup>16</sup> Esto se suele presentar diciendo que el dinero es neutral a largo plazo, es decir, que no afecta a las variables reales, y se desarrolló en las teorías sobre la curva de Phillips con expectativas (M. Friedman 1968, Phelps 1967), pero está presente también en las teorías más recientes de los Nuevos Clásicos (*New Classical Economics*), Macroeconomía Neoclásica (*New Classical Macroeconomics*) y los Nuevos Keynesianos (*New Keynesian Economics*).

de reformas estructurales) para alcanzar tasas de crecimiento del PIB próximas al potencial y un empleo próximo al pleno. Este es el modelo seguido, por ejemplo, por el *Banco Central Europeo* (BCE) (véase el capítulo 3). O sea, la política monetaria se centra en la estabilidad financiera, dejando que sean las fuerzas de la economía real las que determinen el nivel de producción, el empleo y el crecimiento económico.

2. Otros bancos centrales, como la *Reserva Federal* (FED) norteamericana, tienen un mandato dual: la estabilidad de precios, pero también un crecimiento del producto real compatible con el pleno empleo. Cuando tienen lugar perturbaciones reales importantes (como una recesión o el riesgo de que se produzca), su corrección no se deja solo en manos de la política fiscal, sino también de la monetaria (sobre todo si se considera que las medidas fiscales pueden ser ineficaces), incluso a costa de una inflación transitoriamente más alta que la deseada, pero siempre conservando la estabilidad de precios como objetivo principal a largo plazo – e incluso una expansión monetaria permanente, si el país se encuentra ante un estancamiento secular (aunque, en este caso, no habrá contradicción entre ambos objetivos)<sup>17</sup>.
3. Algunos autores han propuesto que el objetivo principal de la política monetaria se establezca en términos de la tasa de crecimiento del PIB nominal, es decir, combinando la estabilidad de los precios con el crecimiento real (Bean 1983). El banco central practicaría una política monetaria expansiva cuando el PIB nominal estuviese por debajo del objetivo, y contractiva en caso contrario, sin prestar atención a si el desajuste se produce en el componente nominal o real, considerando que ambos volverán a la senda deseada después de un tiempo.

---

<sup>17</sup> En todo caso, sea cual sea el modelo que sigan, los bancos centrales deben analizar siempre la evolución de variables nominales y reales, porque todas ellas contienen información relevante para sus decisiones.

La pregunta sobre qué objetivo es preferible no tiene una respuesta satisfactoria si no se tiene en cuenta el entorno y las circunstancias de cada país en cada época. La política monetaria actúa sobre los mercados (de activos, bienes, servicios y trabajo) y estos operan en un entorno institucional, legal y cultural determinado, de modo que el cambio de objetivos, procedimientos e instrumentos no es una tarea sencilla, como se ha podido comprobar a raíz de la crisis financiera reciente. Como veremos en el capítulo 6, esta pregunta admite también respuestas diferentes antes y después de la crisis financiera, e incluso en diversos periodos a lo largo de la misma.

### *El producto potencial y la brecha del producto potencial*

Como hemos explicado, la economía puede experimentar perturbaciones muy distintas, que pueden dar lugar a cambios en variables nominales (precios) y/o reales (producto, empleo). Se supone que, en el largo plazo, la economía volverá a alcanzar un equilibrio; la tasa de inflación será la que resulte del crecimiento de la cantidad de dinero a largo plazo, y el crecimiento del producto será el que resulte de los factores reales mencionados antes: demografía, dotación de factores, tecnología, etc. Pero la transición hacia ese largo plazo puede ser dolorosa para los ciudadanos, en términos de desempleo, pérdida de ingresos, incertidumbre, inestabilidad financiera, etc., y, además, el equilibrio final puede no ser el óptimo, como se puso de manifiesto en los años de la Gran Recesión. ¿Puede tener algún papel la política monetaria, en la corrección de los efectos de esas perturbaciones y en la vuelta hacia un equilibrio satisfactorio, con un crecimiento elevado y una inflación baja y estable?

La respuesta a esta pregunta ha llevado a estudiar el papel de la política monetaria en términos no de crecimiento del producto, sino de desviaciones del crecimiento respecto del producto potencial. Esta última variable es la tasa de crecimiento real que puede conseguir un país si utiliza sus recursos y la tecnología disponible de forma eficiente, de acuerdo con las preferencias de los ciudadanos y sin provocar desequilibrios importantes, sobre todo de inflación, pero también de balanza de pagos, saldo presupuestario, etc.: es decir, un

crecimiento económicamente sostenible a largo plazo, que suele llamarse también crecimiento de pleno empleo. La brecha del producto potencial (*output gap*) es la diferencia entre el PIB real en un periodo y el PIB potencial que se podría conseguir en ese periodo. Y se propone que la política monetaria trate de reducir esa brecha, de manera ordenada y sin crear nuevos desequilibrios con sus actuaciones.

Como veremos más adelante, en la actualidad los bancos centrales prefieren aplicar reglas adaptativas, que se ajustan a la nueva información, como alguna variante de la regla de Taylor (1993), que combina la corrección de las desviaciones de la tasa de inflación respecto de su objetivo con la corrección de las desviaciones de la tasa de crecimiento del PIB real respecto del potencial. De esta manera, el banco central no tiene que perseguir dos objetivos, uno en términos de inflación y otro de brecha del producto potencial porque, bajo ciertas condiciones, se produce la “divina coincidencia” de que hablan Blanchard y Galí (2007a): basta que la política monetaria trate de conseguir una inflación estable para que, automáticamente, se estabilicen el producto y el empleo en niveles próximos a su potencial. Pero las condiciones en que se consigue esa “divina coincidencia” no siempre se producen (Alves 2014, Blanchard y Galí 2007b). En estos casos, el banco central deberá aplicar su política monetaria con cierta flexibilidad, gestionando cambios en la tasa de inflación y, a la vez, en el producto y el empleo. O sea: una inflación baja y estable puede seguir siendo “el” objetivo de la política monetaria; basta perseguir el objetivo de estabilidad de precios para que el otro objetivo, un crecimiento igual al del producto potencial, se consiga por sí solo.

### *Otros posibles objetivos*

Como ya dijimos, hay un notable consenso entre los economistas acerca de cuál debe ser el objetivo final de la política monetaria, pero hay también discrepancias. De hecho, algunos bancos centrales persiguen otros objetivos, y hay argumentos teóricos y prácticos que los apoyan.

1. *El tipo de cambio nominal.* En economías pequeñas y abiertas, altamente dependientes de otras en sus intercambios comerciales y financieros, el objetivo de la política monetaria puede establecerse en términos de la estabilidad de su tipo de cambio (con la moneda de su principal socio comercial, o con una cesta de monedas en que estén representadas las de sus principales clientes y proveedores), porque lo que ocurra en el país que es su principal socio comercial o financiero tendrá un impacto muy grande sobre la estabilidad de los precios o el crecimiento del país. Esto es un reconocimiento del llamado *trilema* o “trinidad imposible” (Mundell 1963), que establece que un país no puede tener simultáneamente un tipo de cambio fijo, libertad de movimiento de capitales y una política monetaria independiente; es decir, el país que establece el tipo de cambio como objetivo de política y deja entrar y salir libremente a los capitales renuncia a tener una política monetaria propia.

Al establecer su objetivo en términos del tipo de cambio fijo o semi-fijo, el país internaliza las perturbaciones de su principal socio y se adapta continuamente a ellas. Si consigue o no que su tasa de inflación y sus tipos de interés sean muy próximos a los de sus socios dependerá de muchos factores, como la rapidez con que reacciona a cambios en la política monetaria del país de referencia, el grado de libertad del comercio, la estructura de su sistema productivo y las perturbaciones internas.

La dificultad principal de un objetivo de tipo de cambio nominal fijado unilateralmente por un país, digamos A, radica en los flujos de capital a corto plazo. Si, por ejemplo, otro país, B, eleva sus tipos de interés, los capitales saldrán de A hacia B, buscando una mayor rentabilidad; la cantidad de dinero se reducirá en A, el crédito se contraerá y el país entrará en recesión; pero si quiere evitar que el tipo de cambio de su moneda se deprecie, tendrá que aumentar su tasa de interés, para evitar la salida de capitales, lo que se verá como un contrasentido, acelerando la salida de capitales y provocando, finalmente, una devaluación, que acabará con el tipo de cambio fijo.

A lo largo de la historia se han sucedido los intentos de ordenar la política monetaria alrededor del objetivo de tipo de cambio nominal, pero los resultados han sido, frecuentemente, insatisfactorios, si no claramente desastrosos: por ejemplo, las crisis financieras del Sistema Monetario Europeo (1992), México (1994), los países del Sudeste Asiático (1998), Brasil (1999), Argentina (2001) y muchas otras. Los países que forman la Unión Económica y Monetaria europea (UEM) renunciaron a tener una política monetaria propia, para seguir la que dirige el BCE (capítulo 3).

En resumen, el sistema cambiario adecuado para una política monetaria independiente es el de tipos de cambio flexibles (Svensson 2001), porque facilita que las operaciones de mercado abierto se transmitan efectivamente al resto de la economía, permite absorber eficientemente las perturbaciones temporales a corto plazo, facilita el equilibrio en la balanza corriente, da estabilidad al sistema financiero y libera las energías de las autoridades que, en otro caso, deberían dedicarse a los controles de cambios, manejo de aranceles y otras medidas.

2. *Los precios de los activos.* El objetivo de la política monetaria en términos de estabilidad de precios (IPC) incluye los de los bienes y servicios de consumo, pero no los de los activos reales (inmuebles) y financieros (acciones, bonos públicos y privados, divisas)<sup>18</sup>. Sin embargo, estos también reciben la influencia de la política monetaria, y sus efectos sobre la economía real y la estabilidad financiera son muy importantes, sobre todo cuando se separan de los factores fundamentales del mercado de activos correspondiente, las llamadas “burbujas”; cuando generan “conductas de rebaño” en los agentes económicos y cuando afectan al valor de la riqueza y, por tanto, de los activos usados como garantía de los créditos, lo que puede acabar en crisis financieras.

---

<sup>18</sup> Los precios de las primeras materias, productos intermedios y bienes de capital no se incluyen en el IPC, pero están reflejados de algún modo en los precios finales de los bienes y servicios.

Los expertos no han llegado a un consenso sobre la conveniencia de incluir las variaciones de los precios de los activos como objetivo de la política monetaria, principalmente por dos razones: porque resulta muy improbable que se pueda predecir anticipadamente la formación de una burbuja, y porque su contención mediante la política monetaria exigiría grandes elevaciones de los tipos de interés, con costes excesivos y resultados dudosos. Por ello, muchos autores proponen que las autoridades monetarias tengan en cuenta la evolución de los precios de los activos en las decisiones de política monetaria, de modo que esta sea menos expansiva y aun claramente restrictiva cuando los precios de los activos están creciendo, pero dejando el control directo de esas variables a medidas prudenciales (capítulo 6) que limiten los riesgos que puede asumir una entidad financiera o restringen la capacidad de endeudarse de, por ejemplo, una familia en la compra de su vivienda (Argandoña 2003).

3. *La estabilidad del sistema financiero.* Los bancos ocupan un lugar central en la creación de dinero y crédito: son los custodios de una parte importante del dinero de las familias y empresas y gestionan la mayoría de sus operaciones de cobros y pagos; sus pasivos forman parte de la riqueza bruta del sector privado; sus activos son un componente importante del crédito que reciben los hogares, las empresas y el sector público, y la puesta en práctica de la política monetaria pasa a través de las actuaciones de los bancos. Por tanto, la salud financiera y económica de esas entidades es clave para la marcha del país y para la eficacia de su política monetaria.

Por ello, la estabilidad del sistema financiero se presenta a menudo como un objetivo de la política monetaria, sea directamente (por ejemplo, cuando el banco central actúa como prestamista de última instancia, o cuando gestiona la liquidez de los bancos) o en colaboración con otras autoridades supervisoras, reguladoras y controladoras (Bank for International Settlements 2003, Chant et al. 2003, Crockett 1997, Gertler et al. 1998). La opinión más difundida entre los eco-

nomistas es que la estabilidad del sistema financiero no debe ser un objetivo de la política monetaria, sino más bien una condición de posibilidad para la misma, de modo que los bancos centrales tienen que implicarse profundamente en su regulación, supervisión y vigilancia. Sobre esto volveremos en el capítulo 6.

## **La puesta en práctica de la política monetaria: el control de la liquidez**

Para conseguir sus objetivos en términos de crecimiento de los precios, las autoridades monetarias deben influir en las decisiones de millones de actores que actúan en los mercados de bienes, servicios y trabajo, cada uno con sus propias motivaciones. O sea, la política monetaria actúa de un modo indirecto, a través de alguna variable financiera<sup>19</sup>.

### *Las reservas de los bancos*

El fundamento teórico de esta fase lo encontramos en la explicación del proceso de creación de dinero y crédito en una economía moderna, un proceso en el que actúan tres tipos de agentes: el banco central, que facilita liquidez a los bancos; los bancos comerciales, que tienen acceso a la liquidez que les proporciona el banco central y conceden créditos al sector privado, y el sector privado (familias y empresas) que solicita esos créditos<sup>20</sup>.

Los bancos comerciales son los protagonistas de ese proceso. Se supone que su incentivo principal es la rentabilidad, al menos en cuanto que deben ser capaces de cubrir sus gastos, no ya en el largo plazo, sino también en el

<sup>19</sup> Los manuales de dinero, banca y política monetaria suelen tener excelentes descripciones del diseño y puesta en práctica de esa política; para Estados Unidos, por ejemplo, Mishkin (2018) y Ritter (2009); para Europa, Howells y Bain (2008) y Mishkin, Matthews y Giulioldori (2013).

<sup>20</sup> Para una descripción ilustrativa del proceso de creación de dinero y crédito, cf. McLeay, Radia y Thomas (2014). Sobre el papel de los bancos en ese proceso, cf. Jakab y Kumhof (2015).

corto, porque un banco con pérdidas no inspira confianza. Como toda empresa, deben mantener su solvencia, al menos en el largo plazo. Y necesitan liquidez para atender a las demandas de sus clientes y sus operaciones con otras entidades. Esta última variable se convierte en la clave del proceso de creación de dinero y crédito y, por tanto, de su control por la autoridad monetaria.

En efecto, los bancos reciben depósitos de sus clientes, y deben estar en condiciones de devolverlos cuando lo pidan (depósitos a la vista) o con un corto preaviso (depósitos a plazo). Pero sus operaciones de activo son principalmente préstamos a plazos largos, de modo que, para atender a sus depositantes, necesitan guardar liquidez, en forma de monedas y billetes y, sobre todo, de depósitos en el banco central, llamados reservas o activos líquidos.<sup>21</sup> Además, los bancos llevan a cabo muchas operaciones entre ellos, como compensación de cheques, transferencias, depósitos interbancarios, etc.; y para ello necesitan también reservas; realizan muchas operaciones con el banco central, como veremos más adelante, y para eso necesitan también reservas y, finalmente, el banco central puede obligarles a guardar una determinada proporción de algunos de sus activos como reservas mínimas obligatorias.

La búsqueda de la rentabilidad mueve a los bancos a prestar. Al conceder crédito, los bancos crean depósitos: cuando, por ejemplo, un cliente pide un crédito, el banco anota en el haber de su cuenta corriente el importe concedido, es decir, crea un depósito, que es dinero. Y cuantos más depósitos constituya, mayores serán sus necesidades de liquidez.

---

<sup>21</sup> Además, conservan un volumen importante de otros activos también muy líquidos, es decir, fácilmente convertibles en dinero sin pérdidas, como la deuda pública a corto plazo o los pagarés de empresa. Y llevan a cabo muchas operaciones con otros bancos, en el mercado interbancario (este es el nombre genérico que utilizaremos para esas operaciones entre entidades, que incluye bonos con garantía de activos, fondos del mercado monetario, etc., que tuvieron un gran protagonismo en la crisis financiera reciente, como se explica en el capítulo 4).

Hay, pues, un mercado de reservas bancarias<sup>22</sup>. Los bancos las demandan, en función de sus planes de concesión de crédito<sup>23</sup>. El banco central tiene el monopolio de la oferta de esas reservas; él es el que fija el tipo de interés en ese mercado, lo que, dada la demanda en cada momento, determina el volumen de las mismas y, por tanto, el volumen de crédito que los bancos podrán conceder a sus clientes, y el volumen de depósitos que se crearán. Como ya dijimos, esto ha cambiado desde la crisis financiera de 2008 y la crisis sanitaria del COVID-19; de esos cambios nos ocuparemos en los capítulos 5, 6 y final.

### *Una política basada en reglas*

En la actualidad, el control de la política monetaria se plantea términos de un tipo de interés que el banco central controla. El origen teórico de esta estrategia se remonta a una idea del economista sueco Knut Wicksell, en 1898<sup>24</sup>. Él supuso que debe haber un tipo de interés “natural” que, en cada país y en cada circunstancia, iguala la oferta agregada (el producto potencial) y la demanda agregada, de modo que la tasa de inflación sea estable; si el interés cobrado por los bancos es inferior al tipo natural, la demanda de crédito y la inversión aumentarán, el producto crecerá por encima de su nivel potencial y la inflación se acelerará, y lo contrario ocurrirá si el tipo bancario es mayor que el natural. Así explicaba Wicksell, al mismo tiempo, la inflación y los ciclos económicos.

Ahora bien, no conocemos cuál es el tipo de interés natural en cada país y en cada circunstancia. Pero parece lógico suponer que dependerá de la brecha del producto potencial, es decir, de la diferencia entre el PIB real y el potencial, y conocemos el primero, y podemos calcular el segundo a través de la

---

22 Estas reservas no deben confundirse con las de oro y divisas, que guarda el banco central, ni con los saldos en moneda extranjera de un banco con entidades de otros países.

23 También influirán en esa demanda los costes de quedarse sin liquidez suficiente, que puede obligar al banco a pedir crédito en el mercado interbancario o a vender activos líquidos. Asimismo, la existencia de reservas mínimas obligatorias puede implicar costes, que forman parte también de esos costes de insuficiencia de liquidez.

24 Aunque su mensaje no llegó a los expertos del resto del mundo hasta su traducción al inglés (Wicksell 1936).

oferta de factores, la tecnología y los procesos de producción. Por otro lado, el tipo de interés relevante para las decisiones de inversión es el del crédito bancario, pero el que controla el banco central es, como hemos visto, un tipo a corto plazo, el del mercado de reservas. Pero ya hemos explicado cómo se transmiten los cambios de ese tipo de interés a los de los demás mercados: la teoría de la estructura de los tipos de interés en mercados competitivos permite explicar las relaciones entre tipos de distinto plazo y riesgo.

Recapitulemos: un tipo de interés demasiado bajo respecto del tipo natural genera aumentos de crédito, demanda, producción y precios, y uno demasiado alto provoca los resultados contrarios. Ahora resulta muy fácil dar la vuelta a la pregunta: ¿cuál ha de ser el tipo de interés que permita que el crecimiento del producto sea (aproximadamente) igual al crecimiento potencial, y que la tasa de inflación sea (aproximadamente) igual a la fijada como objetivo de la política monetaria? Esta será la regla que debe seguir el banco central; una regla que establece que debe aumentar (disminuir) el tipo de interés que controla, 1) cuando la tasa de crecimiento real esperada es mayor (menor) que la del producto potencial, y 2) cuando la tasa de inflación esperada es mayor (menor) que la fijada como objetivo<sup>25</sup>.

Por tanto, esta regla orienta al banco central: 1) acerca de qué variables debe observar para tomar sus decisiones: principalmente, el crecimiento del producto y la tasa de inflación; 2) con qué otras variables debe compararlas: con el crecimiento potencial y la tasa deseada de inflación; 3) cómo debe reaccionar en cada situación: subiendo o bajando el tipo interés, 4) y en qué cuantía: más que proporcionalmente a la diferencia entre las variables analizadas, inflación y brecha del producto potencial, porque, de otro modo, el tipo de interés real (nominal más inflación esperada) no llegará corregirse todo lo que hace falta (y el tipo relevante para las decisiones del sector privado es el real, no el nominal): este es el “principio de Taylor”, muy importante en la gestión de la política monetaria. Y, además, 5) debe adelantarse a

---

25 La referencia aquí es la regla de Taylor (1993), aunque hay otras muchas; en el capítulo 3 veremos la que se supone que sigue el BCE.

los acontecimientos, porque el impacto de sus decisiones tardará meses en materializarse.

O sea, se supone que el banco central debe reaccionar a los acontecimientos no discrecionalmente, caso por caso, sino siguiendo una regla, que puede ser sencilla o complicada, y más o menos flexible. Puede parecer que seguir una regla limita la libertad de las autoridades monetarias a la hora de tomar las mejores decisiones para la economía del país, pero tiene claras ventajas. Sobre todo, los mercados pueden entender por qué toma sus decisiones, y pueden prever los resultados, lo que hará más estable el marco financiero y reducirá la volatilidad. No se trata de que el banco central baile al son de los mercados, sino de que les ayude a entender lo que deben esperar de su política, para que se ajusten a ella sin sobresaltos. En todo caso, la aplicación de las reglas no puede ser mecánica y rígida, como veremos en el capítulo 6.

Para ello es necesario que el banco central comunique claramente sus objetivos, debidamente cuantificados; que explique los análisis que los fundamentan, las variables que observa y cómo las interpreta; que mantenga las reglas y las cambie solo cuando lo considere muy necesario, pero siempre explicando claramente por qué las cambia, en qué sentido y qué espera de esos cambios. O sea, la estrategia de comunicación del banco central es muy importante, como veremos en el capítulo 6.

### *El tipo de interés y el control de la liquidez*

El tipo de interés al que se refiere la regla mencionada es un tipo a muy corto plazo, que el banco central puede controlar, y que determina el equilibrio en el mercado de reservas, como hemos explicado antes. La clave de ese control es la necesidad de liquidez que los bancos tienen, en función de su política de crédito y del nivel de reservas mínimas obligatorias. Como ya dijimos, las reservas son fondos depositados en el banco central; aumentan cuando el banco recibe crédito del banco central o le vende activos, y también cuando lleva a cabo esas mismas operaciones con otros bancos. El mercado de reservas está,

pues, íntimamente conectado con el mercado interbancario (o, de algún modo, forma parte de él).

El banco central establece el tipo de interés objetivo (*target*) en ese mercado; el modo de actuar cambia ligeramente de un país a otro. En la Eurozona, el tipo oficial del BCE es el tipo de interés de la operación principal de financiación, al que está dispuesto dar crédito o comprar activos; sus cambios se transmiten inmediatamente al EONIA (*Euro Overnight Index Average*), el tipo de interés a un día en el mercado interbancario, como explicamos en el capítulo 3. En Estados Unidos, la FED anuncia el tipo de interés objetivo (*Federal Funds Target Rate*) en el mercado interbancario, y está dispuesta a comprar o vender fondos (*federal funds*, que son depósitos en la FED) en cualquier cuantía, a ese tipo, habitualmente a un día. La naturaleza de la operación es también distinta en uno y otro caso: el BCE suele operar mediante cesiones temporales o créditos garantizados; la FED compra o vende deuda pública, a término o mediante cesiones temporales. Pero el resultado es el mismo: el anuncio del tipo de interés objetivo influye en las decisiones de los bancos, la operación llevada a cabo aumenta o reduce las reservas y modifica su coste; esto se refleja en el tipo de interés del mercado interbancario a un día (*overnight*), y acaba difundiéndose a otros mercados y otros plazos, por diversos canales, como veremos más adelante.

El control de la liquidez tiene como objetivo principal estabilizar los tipos de interés del mercado interbancario alrededor del tipo objetivo, que se supone compatible con el objetivo de estabilidad de precios. El banco central evita llevar a cabo actuaciones agresivas para influir en las decisiones de los bancos; más bien trata de crear un marco estable en los mercados financieros, que facilite el ajuste de las entidades a corto plazo, al tiempo que alcanza la estabilidad de precios a largo. De hecho, si la política se lleva a cabo con suavidad, el tipo de interés del mercado interbancario se moverá siempre muy cerca del tipo objetivo<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Para limitar la oscilación de los tipos de interés del mercado interbancario alrededor del tipo objetivo, la autoridad monetaria suele fijar este dentro de un pasillo o banda, limitado por un

### *Los instrumentos de la política monetaria*

Para llevar a cabo el control de la creación de crédito, el banco central necesita disponer de instrumentos para aumentar o disminuir la oferta de liquidez a los bancos. Estos instrumentos pueden ser muy variados, según las instituciones, regulaciones y cultura financiera del país, pero se pueden resumir en dos tipos de operaciones: las que aumentan o reducen el incentivo de los bancos a demandar reservas, y las que proporcionan o retiran liquidez, sea a voluntad del banco central, sea por iniciativa de los bancos.

#### *1. Instrumentos que inciden sobre la demanda de reservas.*

- a. *Coficiente de reservas mínimas obligatorias (BCE) o reservas requeridas (FED)*, que crea una necesidad permanente de liquidez, en función de la evolución de los depósitos y otros pasivos<sup>27</sup>.
- b. *Interés pagado o cobrado por las reservas*, cuyas variaciones contribuyen también a aumentar o disminuir la demanda de reservas.

#### *2. Operaciones para aumentar o reducir la oferta de liquidez por iniciativa del banco central (operaciones de mercado abierto: open market operations).*

- a. *Operaciones principales a muy corto plazo*. Los bancos centrales disponen de instrumentos para inyectar liquidez durante un tiempo limitado y breve, en forma de compra de activos (deuda pública, habitualmente), a término o con compromiso de reventa, o créditos con garantía. Cuando llega su vencimiento, estas operaciones sirven tam-

---

tipo máximo, que es el que el banco central cobra a los bancos cuando les proporciona liquidez de emergencia, y un tipo mínimo, que es el que paga a los bancos por sus depósitos (que puede ser cero, si las reservas no están remuneradas, o negativo: véase el capítulo 5). Los bancos se financian normalmente en el banco central al tipo objetivo, y acuden al mercado interbancario para conseguir liquidez adicional o para colocar sus excedentes de liquidez.

<sup>27</sup> Los bancos centrales tratan de mantenerlo sin cambios durante mucho tiempo, porque sus cambios producen distorsiones en la situación de liquidez de los bancos y en los mercados financieros.

bién para retirar liquidez. También pueden llevarse a cabo en sentido contrario (comprando deuda pública, por ejemplo). Están abiertas a todas las entidades.

- b. *Operaciones a plazos más largos.* Los bancos centrales utilizan esas operaciones para drenar o inyectar liquidez a mayores plazos, sea porque prevén excedentes o tensiones de liquidez durante un periodo más largo, o para atender las necesidades de algunas entidades; en este caso, esta toma la iniciativa, pero es el banco central el que decide si concede las reservas demandadas o no. También pueden llevarse a cabo mediante *swaps*, deuda del propio banco central y otros instrumentos.
3. *Facilidades ofrecidas a los bancos;* estos toman la iniciativa y el banco central la acepta.
- a. *Facilidades de crédito,* a plazos muy cortos y a un tipo de interés penalizador. Aquí se incluyen la facilidad marginal de crédito del BCE y la ventanilla de descuento de la FED.
  - b. *Facilidades de depósito,* para guardar reservas excedentes en el banco central, a un día y a un tipo de interés bajo.

Esta variedad de instrumentos pone de manifiesto la voluntad de los bancos centrales de llevar a cabo un control de la liquidez suave, sin cambios bruscos, y adaptado a las necesidades de las distintas entidades.

## Los canales de transmisión de la política monetaria

Hasta aquí hemos descrito cómo actúa el banco central en sus operaciones con los bancos; lo que ocurre después es un proceso más complicado, que opera a través de los canales de transmisión de la política monetaria.<sup>28</sup>

---

28 Cf. Argandoña (1981), Mishkin (1996).

Supongamos, por ejemplo, que el banco central anuncia y lleva a la práctica una política monetaria restrictiva, consistente en un aumento del tipo de interés del mecanismo por el que proporciona reservas a los bancos. Esto elevará los tipos actuales y esperados del mercado interbancario. La realidad y la expectativa de una liquidez más cara llevarán a los bancos a elevar los tipos de interés de sus operaciones activas y pasivas. En la medida en que se espere que los tipos de interés se mantengan altos en el futuro, es decir, en la medida en que se espere que la política monetaria anunciada siga siendo restrictiva durante un tiempo, los tipos de interés a plazos más largos crecerán también<sup>29</sup>.

El crédito a las familias y empresas se encarecerá (canal de los tipos de interés); al aumentar el riesgo de los prestatarios, es probable que los bancos reduzcan su oferta de crédito (canal del crédito)<sup>30</sup>; los bancos verán incrementados sus costes de financiación, incluyendo la disponibilidad de capital propio, algo que puede ser muy importante en tiempos de crisis financiera, porque las entidades encuentran dificultades para financiar sus fondos propios precisamente cuando el riesgo está aumentando, el valor de las garantías se reduce y, por tanto, los bancos endurecen las condiciones de sus créditos (canal del riesgo bancario).

Todo esto tendrá un impacto en las decisiones de consumo, ahorro e inversión, es decir, en la demanda agregada. Además, los mayores tipos de interés, efectivos y esperados, tendrán un impacto negativo sobre los precios de los activos (por ejemplo, en bolsa). Esto puede afectar al valor de las garantías ofrecidas para los créditos (canal del balance), a la riqueza de los agentes privados (canal de la riqueza) y al atractivo para los capitales exteriores, lo que afectará al tipo de cambio de la moneda (canal de los tipos de cambio). Al final

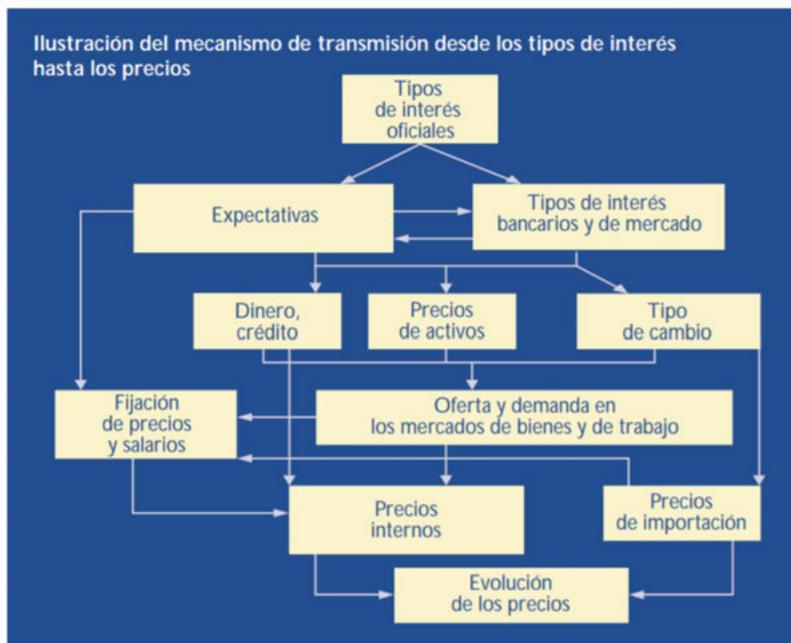
---

29 Si, por el contrario, se espera que la política monetaria tenga éxito y, por tanto, que su signo cambiará en breve plazo, los tipos de interés nominales futuros pueden reducirse, por la menor expectativa de inflación. Esto muestra la importancia de las expectativas en la gestión de la política monetaria.

30 El mercado de crédito no opera solo a través del precio; dado que distintos prestatarios presentarán distintos riesgos, los bancos llevan a cabo un racionamiento del crédito, no solo mediante el tipo de interés, sino también de otras condiciones (plazos, garantías, etc.).

de todo ese proceso, que puede tener una duración larga y variable, el crecimiento económico y la inflación se habrán ajustado. El Gráfico 2.1 muestra cómo explicaba el BCE en sus orígenes ese conjunto de canales.

**Gráfico 2.1**



Fuente: BCE (2001), 43.

Ahora se puede entender mejor por qué se define la política monetaria como el control del proceso de creación de dinero y crédito a través de un tipo de interés: el banco central trata de identificar el nivel y la evolución deseable del tipo de interés del mercado interbancario que, en cada coyuntura, permita la consecución de los objetivos de la política monetaria. Pero la determinación de ese nivel del tipo de interés no puede quedar a la intuición de los directivos del banco central.

## **El gestor de la política monetaria**

El diseño y la ejecución de la política monetaria forman parte de las tareas del banco central (Blinder 1999). Las funciones que se le asignan son parecidas en los distintos países, a pesar de las notables diferencias en su historia, entorno institucional y legal y praxis: 1) pone en circulación las monedas y billetes de curso legal; 2) cuida de la eficiencia y solidez del sistema de pagos; 3) actúa como banco de los bancos, proporcionándoles liquidez, gestionando o controlando una cámara de compensación para las operaciones financieras y actuando como prestamista de última instancia; 4) desarrolla funciones de regulador y supervisor del sistema financiero, o colabora con alguna agencia independiente que lleve a cabo esa tarea, y 5) diseña y ejecuta la política monetaria.

El éxito de la política monetaria se mide por sus resultados en las variables objetivo (inflación y, en su caso, crecimiento, empleo o tipo de cambio), pero también por la rapidez con que se consigan esos resultados y por la ausencia de efectos negativos en los mercados (volatilidad). Esto exige que las acciones del banco central sean anunciadas y explicadas, que no favorezcan de modo partidista a algunos agentes (es decir, que se valoren como justas) y que sean creíbles. Como ya dijimos, se trata de proporcionar a los mercados la información necesaria para que puedan formar sus expectativas y adaptarse a las acciones del banco central sin tensiones e incertidumbres innecesarias (Blinder et al. 2008).

Esto se consigue cuando el banco central es una entidad independiente de las autoridades políticas, que no responde a criterios cortoplacistas, que tiene un elevado grado de competencia técnica, que puede tomar decisiones con rapidez, y que dispone de los instrumentos para ponerlas en práctica de modo eficiente (Grilli, Masciandaro y Tabellini 1991; Cukierman 1992). En ocasiones se critica esa independencia, porque deja a los gestores de la política monetaria fuera del circuito democrático, pero esto debe ser matizado: la elección del gobernador del banco central y de su consejo suele estar sujeta a

procesos de designación por el poder ejecutivo y de aprobación por el legislativo; lo que se sustrae del voto parlamentario o gubernamental es el conjunto de decisiones, tanto estratégicas como diarias, que, como hemos dicho, deben estar sujeta a reglas objetivas y alejadas de intereses de partido o de grupos de interés (Tucker 2018). La independencia del banco central se garantiza también por la duración del nombramiento de sus altos cargos, de modo que no entren en la dinámica de elecciones parlamentarias, y por disponer de un presupuesto propio.

La independencia del banco central supone que la política monetaria está en condiciones de cumplir sus objetivos sin someterse a otros criterios, en concreto, a la política fiscal, para evitar el problema de la inconsistencia dinámica (Kydland y Prescott 1977). En particular, en muchos países, la política monetaria ha estado separada de la política fiscal y de la gestión de la deuda pública desde los años ochenta, y esto se ha considerado una práctica necesaria, al menos hasta la crisis financiera reciente. De esto nos ocuparemos ahora.

## **Las relaciones entre la política monetaria y fiscal**

La política monetaria forma parte de las políticas de demanda, así llamadas porque actúan sobre la demanda agregada: consumo privado y público, formación bruta de capital (inversión) privada y pública, incluyendo inversión en inmuebles, en infraestructuras y equipos productivos, en inventarios y en algunos intangibles, y demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones). La otra política de demanda es la fiscal, que utiliza el gasto público en bienes y servicios, los impuestos y la gestión de la deuda pública para incidir sobre la demanda agregada (y para otros fines)<sup>31</sup>.

---

31 Aquí no nos ocuparemos de la política cambiaria, porque todos los países grandes, también la Unión Europea, y muchos medianos o pequeños no utilizan el tipo de cambio como instrumento de política, sino que dejan que su nivel se establezca más o menos libremente, de acuerdo con el resto de variables y políticas, salvo algunos episodios breves de intervención en el mercado de divisas. Con tipos de cambio fijos, la política monetaria está, de hecho, subordinada a la cambiaria.

La posibilidad de utilizar dos políticas alternativas, monetaria y fiscal, para influir en la demanda agregada ha planteado desde antiguo la cuestión de cuáles son sus ventajas relativas, un tema que volvió a cobrar actualidad durante la reciente crisis financiera (capítulo 6)<sup>32</sup>. Aquí trataremos brevemente algunas de las cuestiones más relevantes sobre este tema.

- Ambas políticas pueden ser utilizadas de manera activa o pasiva (Leeper 1991). La política monetaria pasiva trata de crear un marco estable en el que el sector privado pueda tomar libremente las decisiones financieras y económicas que prefiera, según el dicho de que “la mejor política monetaria es la que no se nota”; y es activa cuando trata de compensar perturbaciones financieras o reales, como la crisis de liquidez que se produjo en 2007 y 2008 por la suspensión de pagos de algunos fondos y la quiebra de Lehman Brothers, o la atonía de la recuperación económica después de la crisis del euro (de esto nos ocuparemos con más detalle en los capítulos 4 y 5).

La política fiscal es pasiva cuando establece un marco estable de ingresos, gastos y deuda pública que permita el desarrollo ordenado de los servicios públicos, un stock de capital público suficiente y el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, sin poner en peligro el crecimiento económico ni la sostenibilidad de las finanzas públicas; es activa cuando trata de contrarrestar, con variaciones discrecionales de impuestos y/o de gastos, perturbaciones como la caída de la demanda agregada que siguió al inicio de la crisis financiera (ver capítulo 4).

- El papel principal de ambas políticas es el pasivo: la creación de un marco adecuado para la buena marcha de la economía. A menudo se discute sobre las ventajas de una política monetaria centrada en el objetivo de estabilidad de precios, como la del BCE, frente a la que tiene un

---

<sup>32</sup> Los manuales de macroeconomía suelen dedicar un espacio a este tema; cf., por ejemplo, Krugman y Wells (2017), Mankiw (2018); para un enfoque europeo, Blanchard, Amighini y Giavazzi (2018). Hay muchos artículos sobre los efectos macroeconómicos de la política fiscal; por ejemplo, Afonso y Sousa (2012), Eggerston (2011), Parker (2011), Perotti (1999).

mandato dual, como el de la FED; o de una política fiscal con impuestos y prestaciones sociales elevados, como el modelo nórdico, o con mayor protagonismo del sector privado, como en Estados Unidos. Pero esa discusión estará, probablemente, sesgada si no se tienen en cuenta los antecedentes históricos, institucionales y legales en que aparecieron esos modelos.

- Una ventaja de la política monetaria es su relativa neutralidad política, en cuanto que está en manos de un banco central independiente, que se supone más o menos ajeno a intereses electorales y partidistas<sup>33</sup>. También se caracteriza por una mayor neutralidad económica, en cuanto que actúa mediante variables como los tipos de interés, que afectan a todos los ciudadanos (aunque no de la misma manera y con la misma intensidad), evitando una interferencia directa sobre a qué agentes específicos beneficiarán o perjudicarán sus decisiones<sup>34</sup>.
- Lo anterior puede explicarse de otra manera: la política monetaria persigue un objetivo macroeconómico, la creación de un bien público que es la estabilidad del marco financiero; la promoción de ese bien público incluye también las actuaciones deliberadas, incluso agresivas, cuando ese marco está en peligro.

La política fiscal persigue también un objetivo macroeconómico, ese bien público que es un marco estable, que incluye la corrección de economías externas negativas (el medio ambiente, por ejemplo), el fomento de economías externas positivas (como la financiación de la investigación básica) y la financiación de bienes públicos (como seguridad, justicia, etc.); pero incluye también la consecución de bienes que pueden considerarse privados, como ciertas formas de redistribución.

---

33 El salvamento de los bancos en una crisis financiera no forma parte de la política monetaria, aunque necesite la colaboración del banco central como veremos más adelante (capítulos 4 y 5).

34 Pero tampoco se debe exagerar la neutralidad económica y social de las medidas monetarias: por ejemplo, como veremos en los capítulos 5 y 6, la *quantitative easing*, al reducir los tipos de interés a largo plazo, tiene un impacto no despreciable sobre el valor de la riqueza y, por tanto, sobre la desigualdad económica.

- Las decisiones de política monetaria suelen ser más rápidas y flexibles, en cuanto que no necesitan de la intervención del poder legislativo, ni están sujetas a restricciones presupuestarias o controles administrativos; de hecho, el primer impacto en los tipos de interés es inmediato (e incluso adelantado, si los agentes económicos lo anticipan). Pero la percepción pública de los efectos de las medidas monetarias puede ser menor que, por ejemplo, el anuncio de una política de inversiones en infraestructuras o de un aumento de las pensiones<sup>35</sup>. En todo caso, los efectos finales de ambos tipos de medidas experimentarán retrasos, a menudo largos y no siempre previsibles<sup>36</sup>.
- Desde los años 1970 la eficacia de la política fiscal estuvo sometida a críticas. Por ejemplo, la hipótesis de equivalencia ricardiana (Barro 1974) llevaba a la conclusión de que los agentes racionales se darán cuenta de que un aumento del gasto o una reducción de los impuestos exige, a la larga, cerrar el déficit con las medidas contrarias, de modo que a una expansión fiscal tendrá que seguir una contracción. En el análisis de los efectos de una política expansiva hay que tener en cuenta no solo el impacto directo, sino también los inducidos, en distintos plazos y con distintos signos. En el caso de la política fiscal, el efecto más conocido es el del multiplicador: un aumento del gasto público dará lugar a un aumento de la demanda agregada, que incrementará el producto y el empleo, generará nuevas rentas y nuevas rondas de efectos, positivos y negativos, sobre el consumo, la inversión, las

---

35 Ante una caída brusca de la demanda agregada, puede ser aconsejable una expansión del gasto público o una reducción importante de impuestos, pero el éxito de estas medidas no está garantizado: por ejemplo, cuando estalló la crisis financiera en Europa, la Comisión Europea recomendó una rápida expansión fiscal que, en los países en que se llevó a cabo (entre ellos, España) no tuvo efecto expansivo sensible, porque las economías domésticas estaban fuertemente endeudadas, la concesión de crédito se había deteriorado y la incertidumbre era muy alta; en cambio, agravó el problema creado por el alto nivel de endeudamiento público (véase el capítulo 4).

36 Sobre el retardo en los efectos de la política monetaria, cf. Goodhart (2001).

importaciones, la inflación, etc.<sup>37</sup>, como el efecto expulsión (*crowding out*): una política fiscal expansiva eleva los tipos de interés, lo que tendrá efectos contractivos sobre la inversión y el consumo privados y sobre las exportaciones e importaciones, vía tipos de cambio. Asimismo, el mayor endeudamiento público incidirá también negativamente sobre los tipos de interés y la financiación del sector privado, a través de las primas de riesgo<sup>38</sup>.

Esos efectos secundarios se producen también en la política monetaria, aunque los multiplicadores serán distintos, así como los retrasos y los signos de los efectos que son, al menos en teoría, más positivos que los de la política fiscal. Por ejemplo, una reducción de los tipos de interés provocará una depreciación de la moneda, que mejorará el saldo de la balanza comercial; reducirá el coste de la financiación privada y pública (con el riesgo de formación de una burbuja, si los bajos tipos se mantienen durante mucho tiempo: véase el capítulo 4); también aumentará probablemente los niveles de deuda (pública y privada), aunque reducirá su coste, al menos en el corto plazo, etc.

- De estos análisis se derivan varias conclusiones: 1) el impacto final de una política monetaria o fiscal será, probablemente, muy diferente del impacto inicial; 2) ese impacto tiene lugar con considerables retrasos, que 3) serán largos y 4) variables, de acuerdo con muchos factores: la proximidad de la economía al pleno empleo; el signo de la otra política, monetaria o fiscal; el régimen cambiario; el optimismo o pesimismo de los agentes económicos, y otros muchos; o sea, 5) hay que llevar a cabo un análisis que tenga en cuenta todos los efectos posibles que se deriven de la política emprendida, en el corto y el largo plazo, y 6) el marco en

---

37 La literatura sobre el cálculo de los multiplicadores fiscales es muy abundante; cf., por ejemplo, Brinca et al. (2016), Christiano, Eichenbaum y Rebelo (2011), Ilzetzki, Mendoza y Végh (2013) y Leeper, Traum y Walker (2017).

38 La crisis financiera puso de manifiesto la importancia de una parte de la política fiscal, habitualmente poco comentada: la gestión de la deuda pública (por ejemplo, la crisis griega de 2010); véase el capítulo 4.

que se desenvuelve la política monetaria puede alterar la efectividad de la política fiscal, y viceversa<sup>39</sup>.

- Como acabamos de señalar, la eficiencia relativa de una y otra política dependerá de muchos factores, como la naturaleza de las perturbaciones que sufre la economía, la calidad del marco institucional y legal y el apoyo que le presten las demás políticas. Es probable que la preferencia por una u otra venga influida por factores coyunturales: por ejemplo, el aumento de la carga de la deuda en una recesión con deflación en los años de la Gran Depresión (Fisher 1932) llevó a la conclusión de que la política monetaria era ineficaz, frente a las posibilidades de la política fiscal, de acuerdo con la tesis de Keynes (1936), mientras que en las décadas de los 1970 y 1980 se extendió la opinión contraria, por la experiencia de la imposibilidad de resolver la inflación con controles de precios, junto con el aumento de los tipos de interés resultante de los déficit fiscales y la evidencia de los costes de los altos niveles de deuda pública en varios países (Friedman 1968).
- Las crisis suelen afectar de manera importante a la eficiencia de las políticas. Como veremos más adelante (capítulos 4, 5 y 6), la crisis que empezó en 2007 afectó, en primer lugar, a la estabilidad del sistema financiero y a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, pero en Europa tuvo también un impacto muy negativo sobre la sostenibilidad de la deuda pública y, por tanto, en la posibilidad de empleo de la política fiscal, al aumentar los costes de su financiación que, en algunos casos, se hizo prohibitiva. Esto volvió a tener efectos sobre el sistema financiero, por la interdependencia entre bancos (grandes poseedores de deuda soberana) y gobiernos (a los que se había encomendado el salvamento de los bancos, lo que no era posible dada la situación de crisis de la deuda soberana); la política monetaria tuvo que

---

39 Por ejemplo, la ausencia de un “comprador de deuda pública de última instancia” (como el BCE antes de Draghi) impone un límite al uso del déficit y de la deuda para estabilizar la economía (capítulos 4 y 5).

actuar contra la subida de la prima de riesgo y de los tipos de interés cuando los mercados temieron, con razón, la posibilidad del impago de la deuda soberana, que, además, habría arrastrado a la deuda privada. Como veremos (capítulos 4 a 6), la solución de estos problemas exigió una intervención extraordinaria del BCE, en la que se puso de manifiesto, de nuevo, la interrelación entre la política monetaria y la fiscal, que, en el diseño ideal mencionado más arriba, debían mantenerse estrictamente separadas (véase el capítulo 6).

- En resumen, una crisis como la sufrida en los últimos años obliga a una actuación coordinada de la política monetaria y la fiscal, acompañadas también, en su caso, por políticas de oferta, consistentes en reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de la economía y mejoren su flexibilidad (cf. Draghi 2014).

## **Conclusión: la teoría de la política monetaria antes de la crisis**

Lo que hemos explicado en las páginas anteriores recoge la concepción más generalizada de la política monetaria desde los años ochenta hasta el inicio de la crisis financiera y, en muchos aspectos, también hasta nuestros días. Una política con objetivos definidos y ampliamente aceptados, concebida más como un marco estable para la actividad económica que como un instrumento para la sintonía fina (*fine tuning*). Que proporciona liquidez suficiente para el normal desarrollo de la economía productiva sin crear tensiones, de modo que los mercados financieros puedan operar con regularidad. Y que sea capaz de actuar con rapidez y eficacia en situaciones de emergencia, como una recesión grave, una crisis de liquidez de las entidades financieras o la pérdida de confianza en el dinero (la crisis del euro: ver capítulo 4). Una política que contribuyó decisivamente a la Gran Moderación, pero que no evitó, e incluso causó, las burbujas que llevaron a la crisis financieras.

Una política monetaria relativamente eficaz (para algunos, mucho más eficaz que la política fiscal), a la que se atribuyó la moderación de la inflación

(con la ayuda, en ocasiones, de una productividad elevada y unos costes salariales controlados, que eran, a su vez, consecuencia de la moderación de la inflación); unos tipos de interés bajos, tanto nominales (por la inflación esperada) como reales (por la moderación de los riesgos en los mercados financieros, sobre todo los de depreciación y de inflación, pero también por otras causas, relacionadas con el exceso de ahorro y los cambios demográficos: capítulo 6); unos mercados financieros estables, sobre todo el interbancario, y un sistema de pagos eficiente. Muchos expertos y banqueros centrales consideraron que la política monetaria era capaz de controlar los ciclos económicos y crear un marco estable para la economía, con pocas regulaciones. De modo que, hasta el comienzo de la crisis financiera, los bancos centrales recibieron el reconocimiento que correspondía a una institución sólida y eficiente. De lo que ocurrió después nos ocuparemos en los capítulos 4 a 6.

En resumen, el diseño e implementación de la política monetaria en las economías avanzadas en la época en que se preparaba la creación del BCE presentaba los siguientes caracteres:

1. Su gestión debía correr a cargo de un banco central política y administrativamente independiente.
2. La política monetaria debía ser independiente de la fiscal, y no estar subordinada a ella. En particular, el banco central no debía financiar el déficit público, ni resolver los problemas de financiación de los gobiernos.
3. La eficiencia e independencia de la política monetaria exigía un sistema de tipos de cambio flexibles.
4. La política monetaria debía usarse principalmente para crear un marco estable en la economía, aunque no debía renunciar a su papel en la resolución de crisis financieras graves o recesiones profundas.

5. El objetivo principal de la política monetaria debía ser la estabilidad de los precios, concretada en una tasa de inflación cuantificada, baja, estable y predecible. Otros objetivos, como el crecimiento y el empleo, podían combinarse con la estabilidad de precios, si no resultaban contrarios a ella, al menos a medio plazo, pero debían rechazarse directamente, como la implicación del banco central en la financiación preferente de proyectos de interés político, porque los efectos de la política monetaria debían repartirse de forma neutral en la economía.
6. La política monetaria no debía ser discrecional, sino seguir reglas, a ser posible flexibles.
7. Eran preferibles reglas que combinaran la corrección de las desviaciones de la tasa de inflación respecto de su objetivo con la corrección de las desviaciones de la tasa de crecimiento del PIB real respecto del potencial, porque facilitaban un ajuste tan suave o tan enérgico como se desease, pero siempre ordenado, consistente y transparente.
8. La política monetaria debía ayudar a la estabilidad y firmeza del sistema financiero y, cuando fuese necesario, contribuir directamente a este objetivo mediante actuaciones extraordinarias, si fuese necesario, como prestamista de última instancia para bancos en dificultades.
9. Debía gestionarse con una visión de largo plazo, sin reacciones bruscas que pudiesen desorientar a los mercados y producir fenómenos de sobre-reacción.
10. El banco central debía ofrecer información amplia, detallada y justificada, de la cuantificación de su objetivo último, así como del fundamento económico y estadístico de sus decisiones y de la información en que se basaban, como medio para contribuir a la estabilidad del marco en que actuaba. La credibilidad de la política monetaria se apoyaba en una política de comunicación transparente, en la imagen de honestidad de sus gestores, y en la independencia del banco central.

11. La puesta en práctica de la política monetaria se llevaba a cabo mediante el control de la liquidez del sistema bancario a través de un tipo de interés objetivo, que era el instrumento principal de la política monetaria.
12. La política monetaria tiene mucho de ciencia, pero también de arte, especialmente a la hora de entender las circunstancias, valorar los acontecimientos y llevar a cabo juicios prudentes sobre el momento, la intensidad y el desarrollo temporal de las medidas.

Hemos descrito aquí los fundamentos teóricos y prácticos de la política monetaria, tal como se concebía en los países avanzados cuando se estaba preparando el diseño de la política monetaria del BCE. Nos parece que esta es una buena base para entender el diseño de la política monetaria de la moneda única, pero también los orígenes de la crisis financiera y los cambios que esa política experimentó como consecuencia de esas crisis. Estos serán los temas de los próximos capítulos.

## Referencias

- Afonso, A. y R.M. Sousa (2012), “The macroeconomic effects of fiscal policy”, *Applied Economics*, 44(34), 4439-4454.
- Alves, S.A.L (2014), “Lack of divine coincidence in New-Keynesian models”, *Journal of Monetary Economics*, 67(1), octubre, 33-46.
- Argandoña, A. (1981), *La teoría monetaria moderna. De Keynes a la década de los 80*. Barcelona: Ariel, 2ª ed. (1ª ed., 1972).
- Argandoña, A. (1997), “La política monetaria: diseño y ejecución”, en A. Argandoña, J. Canals y J. Soley, *La banca moderna y el sistema financiero*. Barcelona: Folio, 13-32.
- Argandoña, A. (2003), “La importancia del precio de los activos en el diseño de la política monetaria”, en *Cuestiones actuales de política monetaria*. *CLM Economía*, 3, 95-115.

- Argandoña, A. (2013), “Irving Fisher: Un gran economista”, en Fundación ICO, *Dinero, capital y crisis. Escritos escogidos de Irving Fisher*. Madrid: Thompson Reuters, XVII-LXX.
- Argandoña, A. (2020), “Milton Friedman y el monetarismo en la teoría y en la práctica”, *Iberian Journal of Economic Thought*, 7(1), 29-43.
- Banco Central Europeo (2001), *La política monetaria del BCE*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2001es.pdf?5be1d91b9fb3dea02f043089fde30302>.
- Bank for International Settlements (2003), *Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views*, BIS Papers No. 18.
- Barro, R. (1974), “Are government bonds net wealth?”, *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095-1117.
- Bean, C.R. (1983), “Targeting nominal income: An appraisal”, *Economic Journal*, 93(372), 806-819.
- Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin y A. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Blanchard, O, A. Amighini y F. Giavazzi (2018), *Macroeconomics: A European Perspective*. Cambridge: Pearson.
- Blanchard, O. y J. Galí (2007a), “Real wage rigidities and the New Keynesian model”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(s1), 35-65.
- Blanchard, O. y J. Galí (2007b), “A New Keynesian model with unemployment”, Center for Financial Studies Working Paper nº 2007/08, Goethe University, Frankfurt.
- Blinder, A.S. (1999), *El Banco Central: Teoría y práctica*. Barcelona: Antoni Bosch Editor.
- Blinder, A.S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan y D-J. Jansen (2008), “Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence”, *Journal of Economic Literature*, 46(4), 910-945.

- Bordo, M.D. y A. Orphanides, eds. (2013), *The Great Inflation: The Rebirth of Central Banking*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Bordo, M.D. y P.L. Siklos (2017), “Central Banks evolution and innovation in historical perspective”, NBER Working Paper No. 23847, septiembre.
- Brinca, P., A.H. Holter, P. Krussel y L. Malafry (2016), “Fiscal multipliers in the 21st century”, *Journal of Monetary Economics*, 77(C), 53-69.
- Chant, J., A. Lai, M. Illing y F. Daniel (2003), “Essays on financial stability”, Technical Report No. 95, Ottawa, Bank of Canada.
- Christiano, L., M. Eichenbaum y S. Rebelo (2011), “When is the government spending multiplier large?”, *Journal of Political Economy*, 119(1), 78-121.
- Colander, D.C. y D. Daane, eds. (1994), *The Art of Monetary Policy*. London: Routledge.
- Crockett, A. (1997), “Why is financial stability a goal of public policy?”, *Economic Review Federal Reserve Bank of Kansas City*, 82(4), 5-22.
- Cuadrado, J.R., T. Mancha, J.E. Villena, J. Casares y M. González (1995), *Introducción a la Política Económica*. Madrid: HcGraw-Hill Interamericana.
- Cuckierman, A. (1992), *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Draghi, M. (2014), “Luncheon Address: Unemployment in the Euro Area”, en *Re-Evaluating Labor Market Dynamics*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Economic Policy Symposium, 21-23 de Agosto.
- Eggertsson, G.B. (2011). “What fiscal policy is effective at zero interest rates?”, *NBER Macroeconomics Annual*, 25(1), 59-112.
- Fisher, I. (1932), *Booms and Depressions. Some First Principles*. New York, NY: Adelphi.
- Friedman, B. (1975), “Targets, instruments, and indicators of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, 1(4), 443-437.

- Friedman, M. (1956), “The quantity theory of money – A restatement”, en M. Friedman, ed., *Studies on the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1960), *A Program for Monetary Stability*. New York: Fordham University Press.
- Friedman, M. (1963), *Inflation: Causes and Consequences*. Bombay: Asia Publishing House.
- Friedman, M. (1968), “The role of monetary policy”, *American Economic Review*, 58(1), 1-17.
- Friedman, M. (1977), “Nobel Lecture: Inflation and unemployment”, *Journal of Political Economy*, 85(3), 451-472.
- Frish, H. (1988), *Teorías de la inflación*. Madrid: Alianza Editorial.
- Galí, J. (2015), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle. An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications*, 2ª ed. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Gertler, M., M. Goodfriend, O. Issing y L. Spaventa (1998), *Asset Prices and Monetary Policy: Four Views*. Londres: CEPR y Bank of International Settlements.
- Goodhart, C.A.E. (1988), *The Evolution of Central Banks*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Goodhart, C.A.E. (2001), “Monetary transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates”, en A.M. Santomero, S. Viotti y A. Vredin, eds., *Challenges for Central Banking*. Boston: Springer, 205-228.
- Gordon, R. (1985), “Understanding inflation in the 1980s”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 263-302.
- Grilli, V., D. Masciandaro y G. Tabellini (1991), “Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries”, *Economic Policy*, 6(13), 341-392.

- Honohan, P. (2018), “Real and imagined constraints on Euro Area monetary policy”, Peterson Institute for International Economics N° 18-8.
- Howells, P. y K. Bain (2008), *The Economics of Money, Banking and Finance. A European Text*, 4ª ed. London: Pearson.
- Iizetzki, E., E.G. Mendoza y C.A. Végh (2013), “How big (small?) are fiscal multipliers?”, *Journal of Monetary Economics*, 60(2), 239-254.
- Jakab, Z. y Kumhof, M. (2015), “Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters”, Bank of England Working Paper No. 529.
- Kareken, J., T. Muench y N. Wallace (1973), “Optimal open market strategy: The use of information variables”, *American Economic Review*, 63(1), 156-172.
- Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan. Krugman, P. y R. Wells, (2017), *Macroeconomics*. New York: Worth Publishing, 5ª ed.
- Kydland, F.E. y E.C. Prescott (1977), “Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans”, *Journal of Political Economy*, 85(3), 473-492.
- Larkin, C. (2014), “Monetary policy and central banking. The relevance of the financial revolution today”, presentado a la Money, Power and Print Conference, Leuven, 12-14 de junio.
- Leeper, E.M. (1991), “Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary and fiscal policy”, *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147.
- Leeper, E.M., N. Traum y T.B. Walker (2017), “Clearing Up the Fiscal Multiplier Morass”, *American Economic Review*, 107(8), 2409-2454.
- McLeay, M., A. Radia y R. Thomas (2014), “Money creation in a modern economy”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 54(1), 14-27.
- Mankiw, N.G. (2018), *Principles of Macroeconomics*. Andover: Cengage Learning, 8ª ed.
- Mishkin, F.S. (1996), “The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy”, *Banque de France Bulletin*, 27, 33-44.

- Mishkin, F.S. (2018), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 12ª ed. New York, NY: Pearson.
- Mishkin, F.S., K. Matthews y M. Giuliadori (2013), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets. European Edition*. Nueva York: Pearson.
- Mundell, R.A. (1963), “Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates”, *The Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29(4), 475-485.
- Novalés, A. (2010), “Política monetaria antes y después de la crisis financiera”, *Claves de la Economía Mundial*, ICEX-UCM, 10, 29-41.
- Parker, J.A. (2011), “On measuring the effects of fiscal policy in recessions”, *Journal of Economic Literature*, 49(3), 703-718.
- Perotti, R. (1999), “Fiscal policy in good times and bad”, *Quarterly Journal of Economics*, 114 (4), 1399–1436.
- Perry, G.L., W. Fellner, J. Gordon, R.E. Hall, C. Sims, W. Norhaus, R. Marris, T. Juster, J. Shoven, B. Friedman y J. Tobin (1980), “Inflation in theory and practice”, *Brookings Papers on Economics Activity*, 1, 207-260.
- Phelps, E. (1967), “Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time”, *Economica*, 34(135), 254-281.
- Ritter, L.S., W.L. Silber y G.F. Udell (2009), *Principles of Money, Banking and Financial Markets*, 12ª ed. New York, NY: Pearson.
- Rojo, L.A. (1974), *Renta, precios y balanza de pagos*. Madrid: Alianza Editorial.
- Rojo, L.A. y J. Pérez (1977), *La política monetaria en España: Objetivos e instrumentos*. Madrid: Banco de España, Estudios Económicos nº 10.
- Rojo, L.A. (1988), “Innovaciones financieras y política monetaria”, *Papeles de Economía Española*, 36, 2-14.
- Svensson, L.E.O. (2001), “Independent review of the operation of monetary policy in New Zealand”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 64(1), 4-11.

- Taylor, J.B. (1993), “Discretion versus policy rules in practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Tucker, P. (2018), *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*. Princeton: Princeton University Press.
- Walsh, C.E. (2001), “The science (and art) of monetary policy”, Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Letter*, 4 de mayo.
- Wicksell, K. (1936), *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*. Londres: Macmillan. Versión original: *Geldzins und Güterpreise*, 1898. (Reedición: New York, NY: Augustus Kelley, 1965).
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

## Anexo

### *No siempre fue así...*

En las páginas anteriores hemos explicado cómo se concebía la política monetaria en los años previos a la crisis financiera. Pero no hace mucho, cuando el Banco de España reestructuró su estrategia en los años 1970<sup>40</sup>, la política monetaria se concebía de otro modo.

El fundamento teórico del modelo se apoyaba en el proceso de creación de dinero. La cantidad de dinero se presentaba como el resultado de multiplicar la base monetaria (reservas más efectivo en circulación) por un multiplicador de creación de dinero, que recogía principalmente dos factores: la proporción entre las reservas (las exigidas por el banco central más las reservas excedentes mantenidas voluntariamente por los bancos) y los depósitos, y la proporción entre efectivo en manos del público y depósitos. La iniciativa del proceso se

---

<sup>40</sup> Su independencia del Ministerio de Hacienda procede de la Ley de Órganos Rectores del Banco de España, de 21 de junio de 1980.

atribuía al banco central; los bancos asumían una función pasiva. Y el control se planteaba en términos de cantidades (de dinero y de reservas).

La política monetaria se presentaba en cuatro fases (Cuadrado et al.1995; Rojo 1988; Rojo y Pérez 1977):

- 1) Primero se establecían los objetivos finales (inflación, crecimiento, tipo de cambio).
- 2) Luego se definía un objetivo intermedio, que era la tasa de crecimiento de un agregado monetario representativo de la cantidad de dinero. Se suponía que, si la inflación es un fenómeno monetario, debía haber una relación clara, estable y predecible entre el crecimiento de la cantidad de dinero y las variaciones de la tasa de inflación.
- 3) Luego se establecía una variable operativa, que era, en definitiva, el crecimiento de la base monetaria (la suma de efectivo en manos del público más reservas en poder de los bancos): porque, de acuerdo con la fórmula enunciada antes, dado el multiplicador de creación de dinero, se puede predecir con bastante aproximación la cantidad de dinero que resultará de un aumento fijado de la cantidad de reservas.
- 4) Finalmente, se definían los instrumentos que el banco central utilizaría para aumentar o disminuir la oferta de reservas, que se han explicado antes.

Este esquema parecía atractivo y lógico, pero resultaba inadecuado<sup>41</sup>. La relación entre el objetivo intermedio y el objetivo final no era estable porque, cuando las autoridades intentaban controlar un agregado monetario, los agentes en el mercado desplazaban su demanda hacia otros sustitutivos más atractivos; la definición del objetivo intermedio tuvo que ser ampliada repetidas

---

41 Críticas tempranas de este enfoque fueron las de Kareken, Muench y Wallace (1973) y B. Friedman (1975).

veces, sin por ello mejorar la calidad del control. Esto significaba que el dinero es endógeno, y el banco central no puede controlarlo.

Y algo parecido ocurría con la variable operativa: si el banco central controlaba el volumen de reservas, no podía controlar su precio, el tipo de interés de ese mercado. Y es el tipo de interés, no el volumen de reservas, el que transmite las señales a los mercados financieros. Las grandes oscilaciones de los tipos de interés que se observaron en Estados Unidos y en otros países a finales de los años setenta, cuando se intentó controlar la cantidad de reservas, convencieron, finalmente, a los expertos y a los bancos centrales de que ese esquema de operación de la política monetaria debía ser abandonando<sup>42</sup>, y sustituido por el explicado en las páginas anteriores.

---

42 Cuando el Instituto Monetario Europeo (IME) (que empezó a operar el 1 de enero de 1994) preparaba las tareas del futuro BCE, consideró la posibilidad de seguir el esquema mencionado en el texto (porque esa era la práctica de algunos bancos centrales en Europa), pero lo rechazó, por las razones dadas antes.



## CAPÍTULO 3

### LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Excmo. Dr. Antonio Argandoña Rámiz  
*Académico de Número*

#### **Introducción**

Este capítulo explica la política monetaria en la Unión Económica y Monetaria (UEM), a partir de los argumentos teóricos y prácticos expuestos en el capítulo anterior. Presentaremos primero los fundamentos de esa política en los Tratados de la Unión Europea; luego, los objetivos de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), su independencia, el diseño de su política monetaria y los instrumentos de que dispone, para acabar con la visión de conjunto de la política monetaria de la moneda única y su puesta en práctica. El horizonte temporal del capítulo es el que va desde los inicios del BCE, en 1998, hasta la crisis financiera cuyos primeros efectos se apreciaron en las turbulencias en agosto de 2007, cuando estalló en Estados Unidos la crisis llamada de las *subprime* o hipotecas de alto riesgo<sup>1</sup>. El capítulo 5 continúa esta presentación a lo largo de los años de la crisis financiera y de la Gran Recesión.

El diseño de la política monetaria que aquí presentamos fue una tarea importante y complicada. El BCE empezó su andadura pública casi al mismo tiempo que anunciaba sus objetivos, estrategia y marco operativo, sustituyendo a los 11 bancos centrales de los países que adoptaron el euro en 1999, es decir, a partir de diferentes planteamientos, praxis e historias, y sin tiempo para labrarse una reputación. Ante la incertidumbre que esto creaba, era importante desarrollar una estrategia robusta (Issing, Gaspar, Tristani y Vestin

---

1 En este capítulo los verbos se utilizan habitualmente en presente, referido siempre al periodo previo a la crisis financiera, aunque algunas de las afirmaciones que se hacen no estén vigentes a la hora de escribir este libro, como se explica en los capítulos 5 y 6.

2005; Issing 2008), que se basó en cuatro componentes principales: 1) la clarificación del objetivo de estabilidad de precios, 2) el marco de análisis para su toma de decisiones, lo que se conoció como los “dos pilares” de la política monetaria del BCE, 3) la definición de los instrumentos y procedimientos de funcionamiento, y 4) un sistema eficiente y creíble de comunicación y rendición de cuentas.

### **La gestión de la política monetaria en la moneda única**

El Tratado de la Unión Europea (TUE) establece que el euro es la moneda de la Unión Económica y Monetaria (art. 3.4)<sup>2</sup>. Una moneda única exige una única autoridad monetaria, el Eurosistema, formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de los países miembros, que lleva a cabo una política monetaria única<sup>3</sup>; el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) incluye los bancos centrales nacionales de todos los países miembros de la UE, aunque no hayan adoptado el euro como moneda.

El Tratado especifica las tareas del BCE: definir y ejecutar la política monetaria de la UEM; realizar operaciones en moneda extranjera, de acuerdo con la política cambiaria que se establezca; guardar y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros; promover el buen funcionamiento del sistema de pagos en la zona euro; contribuir a la gestión eficiente de las políticas de supervisión prudencial de las entidades de crédito, y autorizar la emisión de billetes de banco en la UEM (art. 127.2)<sup>4</sup>. Además, el Consejo

---

2 Nos referiremos siempre la versión consolidada de octubre de 2012 del Tratado de la Unión Europea y del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, con corrección de errores hasta 2016 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:12016M/TXT&from=EN>).

3 La información sobre el BCE y las demás entidades relacionadas puede consultarse en <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>.

4 El TUE se refiere siempre al SEBC, no al Eurosistema, porque se redactó sobre la hipótesis de que todos los países de la UE formarían parte de la zona euro. En este capítulo omitiremos estas distinciones, refiriéndonos al BCE como gestor de la política monetaria de la moneda única.

Europeo puede atribuir al BCE tareas de supervisión prudencial de las instituciones de crédito y otras instituciones financieras (excluidas las compañías de seguros) (art. 127.6)<sup>5</sup>.

Los bancos centrales nacionales (BCN) ejecutan las decisiones del BCE; por ejemplo, proporcionan liquidez a los bancos comerciales, actúan como cajas de compensación de las operaciones entre instituciones financieras (o supervisan esos organismos) y gestionan las reservas de divisas del país. Su papel es, pues, de ejecutores de la política monetaria, aunque pueden tener otras funciones de ámbito nacional. Sus gobernadores participan en la elaboración de la política monetaria como miembros del Consejo de Gobierno.

Los órganos de gobierno del BCE son el Consejo de Gobierno (*Governing Council*), el Comité Ejecutivo (*Executive Board*) y el Consejo General (*General Council*).

- El Consejo de Gobierno es el supremo órgano rector; lo forman los miembros del Comité Ejecutivo y los gobernadores de los BCN de todos los países que han adoptado el euro (TUE, art. 283.1). Le corresponde principalmente la formulación de la política monetaria de la UEM y las decisiones sobre objetivos monetarios, tipos de interés básicos y suministro de liquidez al Eurosistema<sup>6</sup>.

---

5 En octubre de 2013 el Consejo confirió esta tarea al BCE y a las autoridades supervisoras nacionales, al crear el Mecanismo Único de Supervisión (MUS); el BCE es responsable de la supervisión prudencial de las entidades de crédito radicadas en la zona del euro y en los Estados miembros participantes no pertenecientes a la zona del euro (art. 127.6 del TUE y Reglamento (UE) n° 1024/2013 del Consejo: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:287:0063:0089:ES:PDF>); véanse los capítulos 5 y 6.

6 El Consejo de Gobierno toma sus decisiones por mayoría simple; cada miembro del Consejo tiene un voto, y cada gobernador de los bancos centrales nacionales tiene también un voto, pero el número de gobernadores con derecho a voto no puede ser superior a 15; al ser 19 los bancos centrales nacionales representados, se establece un sistema de rotación para el ejercicio del derecho de voto (art. 10.2 del Protocolo n° 4 sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, que forma parte del TUE).

- El Comité Ejecutivo está compuesto por el Presidente y el Vicepresidente del BCE y por cuatro miembros, nombrados de común acuerdo por los gobiernos de los Estados miembros participantes, habitualmente por un periodo de ocho años (TUE, art. 283.2). Pone en práctica la política monetaria acordada por el Consejo de Gobierno y dirige la actividad diaria del BCE.
- El Consejo General está compuesto por el Presidente y Vicepresidente del BCE y todos los gobernadores de los bancos centrales nacionales del SEBC<sup>7</sup>.

## **El objetivo de la política monetaria del Banco Central Europeo<sup>8</sup>**

### *La estabilidad de precios*

El objetivo principal de la política monetaria del BCE es “mantener la estabilidad de los precios” (art. 127.1 del TUE), es decir, conseguir una tasa de inflación baja y estable<sup>9</sup>. La primera definición cuantitativa de este objetivo

---

7 El Consejo General se disolverá el día en que todos los países de la Unión Europea (UE) formen parte de la UEM.

8 Sobre la política monetaria del BCE, la referencia oficial es BCE (2011). Los Informes anuales del BCE recogen una buena síntesis de las medidas adoptadas en cada periodo. Hay muchos buenos análisis de la política monetaria del BCE en los años anteriores a la crisis; por ejemplo, García Iglesias y Pateiro (2009); Gerlach (2004); Hartmann y Smets (2018); Issing (2003); Issing, Gaspar, Anzeloni y Tristani (2001); Micossi (2015); Mody (2018); Moutot, Jung y Mongelli (2008); Ortega (2000); Scheller (2006); Surico (2007); von Hagen y Brückner (2003). Es interesante hacer notar que el BCE no ha elaborado un nuevo documento de síntesis de su política monetaria después de la crisis financiera y la Gran Recesión que comenzaron en 2007-2008 ni después de la crisis del coronavirus de 2020, lo que parece sugerir que considera que los cambios introducidos en dicha política son transitorios. Un intento de elaborar una nueva explicación, no oficial, para Estados Unidos, es el trabajo de Ihrig y Wolla (2020).

9 La definición del objetivo de inflación y la formulación de los objetivos e instrumentos de la política monetaria de la eurozona corresponde al Consejo de Gobierno (art. 10.2 del Protocolo n° 4).

se estableció en diciembre de 1998 como “un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona euro por debajo del 2%”<sup>10</sup>. En noviembre de 2003, el objetivo se concretó en una tasa “menor pero próxima al 2%”.

Que el objetivo esté cuantificado es relevante, primero, para el control del cumplimiento de los objetivos, y segundo, para anclar las expectativas de inflación: si el objetivo fijado es creíble y los mercados creen que el BCE será capaz de conseguirlo, la inflación esperada estará próxima a ese objetivo, lo cual ahorra costes e incertidumbre en la adaptación de los agentes a la política monetaria.

El objetivo se establece para un plazo indefinido. Esto implica que el BCE no se ve obligado a actuar drásticamente ante pequeñas desviaciones del objetivo, que provocarían una innecesaria y perturbadora volatilidad en los mercados. En todo caso, el BCE siempre ha subrayado que ese medio plazo no es un horizonte temporal fijo, ya que la política monetaria deberá reaccionar de distinta manera ante perturbaciones de diverso origen y duración<sup>11</sup>. Al referirse al “crecimiento” de los precios, se entiende que la deflación no es compatible con ese objetivo<sup>12</sup>.

### *Otros objetivos de la política monetaria*

*1. Apoyo a otras políticas.* La normativa sobre el BCE añade que, “sin perjuicio de este objetivo [la estabilidad de precios] (...) apoyará las políti-

---

10 De su cálculo se encarga Eurostat, la oficina de estadística de la Unión Europea (UE), en colaboración con las oficinas de estadística de los países miembros, sobre la base de una cesta representativa de bienes y servicios de consumo, común para todos los países ([https://ec.europa.eu/info/departments/eurostat-european-statistics\\_es](https://ec.europa.eu/info/departments/eurostat-european-statistics_es)).

11 Esto supuso, en su momento, romper el horizonte implícito de dos años, resultante de los estudios empíricos que concluían que ese era el retardo habitual de los efectos de una política monetaria (Hartmann y Smet 2018, 10).

12 El índice se calcula sobre el conjunto de la zona euro: la política monetaria no se elabora para un país concreto, sino para al promedio de la zona euro.

cas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión” (art. 2 del Protocolo nº 4)<sup>13</sup>, como la creación de empleo, el crecimiento económico y el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero, pero solo una vez que el objetivo principal ha sido logrado y sin que ponga en peligro la consecución de este. Las actuaciones extraordinarias del BCE en los años de la crisis se apoyan en este objetivo, que pasó de ser secundario a importante y urgente.

El objetivo fijado para el BCE difiere, pues, del de otros bancos centrales, como la Reserva Federal norteamericana (FED). La UEM parte del supuesto de que la mejor aportación que puede hacer la política monetaria al sistema productivo es proporcionar un entorno estable, con una tasa de inflación baja, unas expectativas de inflación moderadas y bien ancladas, tipos de interés bajos y estables, un sistema de pagos eficiente, una provisión de liquidez suficiente y un sistema financiero estable. Si todo esto se cumple, y la economía real funciona de manera eficiente y competitiva, una política monetaria que se oriente al objetivo de la estabilidad de precios conseguirá también un nivel de producción y empleo óptimo y sostenible.

2. *El tipo de cambio.* Dado que los objetivos de la política monetaria del BCE se definen para el ámbito geográfico de la Eurozona, el tipo de cambio del euro no puede ser un objetivo, porque podría poner en peligro la estabilidad que la política monetaria debe perseguir. De hecho, tratándose de una economía grande y abierta, en la que la cuantía de las operaciones interiores es mucho mayor que la de las exteriores, el tipo de cambio del euro ha sido siempre una variable residual, determinada por el signo de la política monetaria de la Eurozona respecto de otros países. Por eso, el éxito o fracaso de la política monetaria del BCE se debe valorar no por la fortaleza del euro, sino por la consecución de su objetivo, que es la estabilidad de los precios<sup>14</sup>.

---

13 Un objetivo de este tipo también está establecido para el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza.

14 No obstante, no faltan opiniones que señalan la relevancia global del euro como un factor importante en la valoración del peso político de la UEM en el mundo.

3. *La estabilidad financiera* no constituye un objetivo del BCE, aunque sí es una condición necesaria para el buen funcionamiento de la economía de la UEM, como se puso de manifiesto durante la crisis financiera (capítulos 4 a 6). El BCE tiene responsabilidades por la estabilidad (solventia y liquidez) de las entidades financieras que dependen de él, y la ejerce proporcionándoles liquidez con sus operaciones ordinarias de financiación a corto plazo; también a plazos más largos, sea por la necesidad de liquidez de una entidad o del conjunto del mercado; y dispone también de la facilidad de crédito para atender necesidades urgentes. Pero esto tiene algunas limitaciones importantes.

En primer lugar, el TUE no contempla la responsabilidad del BCE como prestamista de última instancia de las instituciones financieras de la zona euro, es decir, para resolver problemas de solventia o crisis sistémicas, más allá del suministro de liquidez. (o, al menos, esta era la situación hasta la crisis financiera: cf. los capítulos 5 y 6). En todo caso, la función de salvamento de las instituciones financieras la tienen encomendada los bancos centrales nacionales, con la colaboración de sus gobiernos, porque la supervisión y control de las entidades se ejerce a nivel nacional, y parece lógico que el prestamista de última instancia sea también el supervisor. Pero la actuación de los bancos centrales nacionales viene limitada por la disponibilidad de fondos de esos gobiernos, como se puso de manifiesto en la crisis (capítulos 4 y 5). En todo caso, el BCE no podía actuar para estabilizar los mercados de deuda, por la prohibición de prestar a los gobiernos nacionales o comprar su deuda en los mercados primarios<sup>15</sup>.

---

15 Con todo, como veremos en el capítulo 5, ante la urgencia y la presión de la crisis, el BCE se convirtió en un verdadero prestamista de última instancia, tanto de las instituciones financieras como de los gobiernos. Asimismo, en los años de la crisis financiera se produjeron avances en la armonización de las regulaciones sobre la estabilidad financiera y en la introducción de medidas macroprudenciales, orientadas a la moderación del ciclo del crédito (límites al crédito hipotecario, topes contracíclicos de capital para los bancos, etc.). Y en noviembre de 2014 el BCE recibió el encargo de supervisar a los bancos sistémicos de los países que se integraban en la Unión Bancaria Europea.

## Independencia y transparencia

El Tratado de Maastricht atribuye la política monetaria a un banco central independiente. El BCE lo es, al menos, en cuatro sentidos: 1) institucional, frente a las instituciones de la UE y de los gobiernos de los países miembro; 2) personal, por los procedimientos de nombramiento y remoción de sus directivos y por la duración de sus nombramientos; 3) financiero, por su autonomía de financiación, y 4) funcional, porque tiene atribuida en exclusiva la competencia de la política monetaria y la protege de las influencias de otras políticas económicas, como la fiscal y la cambiaria<sup>16</sup>.

La independencia política del BCE queda refrendada por el art. 130 del TUE y el art. 7 del Estatuto del BCE (Protocolo nº 4), que establecen que ni el BCE, ni los BCN ni los miembros de sus órganos de decisión pueden solicitar o recibir instrucciones de las instituciones de la UE o de los gobiernos nacionales o de otras instancias<sup>17</sup>. Los cargos en el BCE son de larga duración (ocho años, no renovables), y se exige que los miembros de los BCN estén protegidos de manera similar por sus respectivas legislaciones. Además, el BCE tiene plena independencia financiera respecto de los otros órganos de la UE: su presupuesto está separado del de la UE y su capital es suscrito por los BCN. Los Estatutos del SEBC y del BCE forman parte del TUE, como un anexo (Protocolo nº 4, según el art. 129.2 del TUE); como ese Tratado solo puede ser cambiado por consenso unánime de todos los Estados firmantes, la garantía de independencia es sólida, y esto apoya la credibilidad de sus decisiones.

La independencia de la política monetaria respecto de la política fiscal incluye la prohibición de todo tipo de financiación monetaria (*overdraft*) a la

---

16 Aunque la realidad es la de una política monetaria y muchas políticas fiscales (una comunitaria, reducida, y las de los países miembros), el TUE establece que todas estas políticas deben coordinarse (art. 121.1).

17 Los miembros del Consejo de Gobierno actúan a título personal, no como representantes de los gobiernos nacionales de sus países de origen.

UE o a cualquier gobierno (art. 123 del TUE y art. 21 del Estatuto del BCE), el acceso privilegiado a las entidades financieras (art. 124) y la cláusula de responsabilidad financiera o no rescate (*no-bailout*) (art. 125). Además, se establecen los procedimientos de déficit excesivo para los países que superen los límites establecidos para el déficit (3% del PIB) y la deuda pública (60% del PIB) (art. 126 del TUE), y se exige también el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento<sup>18</sup>.

Las contrapartidas de la independencia son la transparencia y la rendición de cuentas. Típicamente, el medio en que esto tiene lugar son las conferencias de prensa que se celebran inmediatamente después de las reuniones del Consejo de Gobierno, en las que el Presidente y el Vicepresidente dan cuenta de los asuntos tratados<sup>19</sup>; particularmente importante es la presentación del Presidente que abre la rueda de prensa, que contiene el punto de vista del BCE sobre los sucesos relevantes del mes anterior, la presentación del estado monetario de la UEM y la revisión, en su caso, de la estrategia del BCE, incluyendo una explicación de las discusiones tenidas en el seno del Consejo. Otras vías de comunicación son el Boletín Mensual del BCE (Boletín Económico, desde enero de 2015), que incluye un análisis detallado y completo del entorno económico y monetario de la UEM; la presencia trimestral del Presidente ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, y los numerosos discursos, declaraciones y entrevistas de los miembros de su Comité Ejecutivo<sup>20</sup>.

---

18 La credibilidad del BCE se apoya también en sus políticas de información y en la seriedad de sus actuaciones.

19 Desde el principio, esas reuniones tenían lugar cada mes; a partir de 2015 la frecuencia fue de ocho al año, principalmente porque el ritmo de los acontecimientos no requería un análisis más frecuente.

20 Otra medida en favor de la transparencia fue la publicación de las proyecciones macroeconómicas del Banco (desde diciembre de 2000). La publicación de las discusiones del Consejo de Gobierno (con un desfase de cuatro semanas) no se llevó a cabo hasta enero de 2015. Sobre los esfuerzos de comunicación del BCE durante la crisis, cf. Fraccaroli, Giovannini y Jamet (2018); véase también el capítulo 5.

## El marco de las operaciones del Banco Central Europeo

Como hemos indicado, el BCE trata de controlar, con cierta flexibilidad, la tasa de inflación a medio plazo, medida por el IAPC para el conjunto de países de la UEM, que es su objetivo principal. Para ello, el Consejo de Gobierno necesita información y criterio sobre la evolución pasada de esa variable y las previsiones futuras sobre la misma, así como la evolución reciente y las previsiones acerca de otras variables, como la demanda agregada (y sus componentes), los costes (salarios, precio del petróleo, etc.), la creación de dinero y crédito y otras variables. La recogida y análisis de esa información constituye el análisis económico y monetario, que el personal del BCE lleva a cabo<sup>21</sup>. A partir de esos datos, el Consejo de Gobierno establece el nivel de un tipo de interés que considera adecuado para conseguir aquella estabilidad de precios. Seguidamente explicaremos brevemente 1) los detalles de la información utilizada, organizada en los “dos pilares” del análisis económico y monetario; 2) los instrumentos utilizados y 3) una visión de conjunto de la operativa del BCE.

### *Los “dos pilares”: análisis monetario y económico*

La información que el Consejo de Gobierno utiliza para tomar sus decisiones se apoya en: 1) el papel predominante del dinero (lo que más tarde se llamó el análisis monetario), y 2) unos procedimientos amplios para la valoración de las perspectivas de los precios y sus riesgos, incluyendo las previsiones económicas (el análisis económico). Este planteamiento responde a un diseño exclusivo del BCE, elaborado con el propósito de ganar la credibilidad de la que disfrutaba tradicionalmente el Bundesbank, a través del pilar monetario, que constituía el fundamento de la política monetaria alemana, y de aprovechar las diversas tradiciones que se habían desarrollado en los distintos bancos centrales nacionales (BCN), en un entorno complejo e incierto, a través del segundo pilar, el económico.

---

21 El análisis económico trata de identificar las perturbaciones a corto y medio plazo que pueden afectar a la estabilidad de precios; el análisis monetario proyecta las tendencias en el largo plazo.

El pilar monetario se apoya en la evidencia de los años 1990 acerca de la relación entre la cantidad de dinero y el nivel de precios. El BCE identificó como “dinero” un agregado monetario, M3 (billetes y monedas en circulación, depósitos a la vista, a plazo de hasta dos años y con preaviso de hasta tres meses, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario, y valores de renta fija de hasta dos años emitidos por entidades financieras monetarias)<sup>22</sup>, cuyo crecimiento servía de referencia para la política monetaria.

De este modo, un crecimiento de M3 por encima del nivel de referencia se interpretaba como la expectativa de un aumento del crédito al sector privado y, por tanto, de la demanda agregada que, a la larga, llevaría a una tasa de inflación superior al objetivo. El valor de referencia establecido al principio fue un crecimiento de M3 del 4,5% anual, que resultaba compatible con un crecimiento del PIB real del 2-2,5%, un crecimiento tendencial de la velocidad de circulación de M3 de entre -0,5% y -1% y, por tanto, una inflación esperada del 1-2%, o sea, conforme con el objetivo señalado (Informe Anual 2000, 17).

Esta cifra se revisaba periódicamente, pero el indicador cayó en desuso cuando se comprobó que su crecimiento se mantenía continuamente por encima del valor de referencia, sin que esto se trasladase a una mayor tasa de inflación; esto se debía a que la definición de M3 incluía componentes cuyas condiciones de rentabilidad, liquidez y riesgo provocaban cambios autónomos de la cartera: o sea, un aumento de M3 no era necesariamente un anuncio de una expansión del crédito<sup>23</sup>. En todo caso, el BCE ya había anunciado que no

---

22 Obviamente, no todos estos activos eran “dinero” en el sentido corriente de medios de pago, pero eran sustitutivos muy próximos del efectivo (moneda y billetes) y de los depósitos bancarios, de modo que era conveniente tratarlos a todos dentro del mismo agregado. El contenido de esta variable experimentó cambios a lo largo del tiempo, conforme la innovación financiera, los cambios en la regulación y en el tratamiento fiscal y la gestión de riesgos fueron modificando los incentivos para colocar la riqueza privada en unos u otros activos, así como las facilidades para su uso como medio de pago.

23 También se presentaba información sobre otras variables financieras, como depósitos y créditos al sector privado, cotización de acciones y rendimiento de los bonos.

reaccionaría mecánicamente a la evolución de M3, es decir, esta variable era un indicador que el BCE observaba con atención, pero no era un objetivo de crecimiento de la cantidad de dinero (ECB 1999).

El otro pilar, el análisis económico, consiste en el análisis de una batería de variables relevantes: la tasa de inflación reciente (medida por el IAPC) y la esperada en el futuro próximo; algunos costes relevantes, como los precios del petróleo y las primeras materias, los precios de importación y el tipo de cambio del euro; el crecimiento esperado de la demanda agregada en la zona euro, sus componentes y sus determinantes; la confianza de los productores y de los consumidores, la producción industrial, los proyectos de inversión, el gasto público y la balanza comercial, tanto en Europa como en otros países, así como las expectativas de esas variables y las previsiones de los expertos del BCE y de otros expertos independientes, a fin de extraer de todos ellos información sobre los posibles riesgos para la evolución de los precios. El empleo de este amplio conjunto de indicadores se justifica por la diversidad de informaciones que cada uno de ellos aporta, por la variabilidad de esas aportaciones en el tiempo, y por las limitaciones de los datos, en cuanto a su precisión y puntualidad.

De este modo, ambos pilares se apoyan mutuamente: “el análisis monetario constituye principalmente un instrumento para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, la información de corto y medio plazo derivada del análisis económico” (Informe Anual 2003, 19).

### *Los instrumentos de la política monetaria*

Como se explicó en el capítulo 2, la ejecución de la política monetaria consiste en el manejo de uno o varios instrumentos para la creación (o destrucción) de reservas por parte del banco central<sup>24</sup>, con el fin de mantener los tipos de interés a corto plazo muy próximos al tipo decidido por las autoridades.

---

24 Desde el principio, el Consejo de Gobierno del BCE delegó en el Comité Ejecutivo la conducción de esas operaciones, cuya ejecución está descentralizada en los BCN.

des monetarias. Esos instrumentos, junto con los procedimientos, constituyen el marco operativo de la política monetaria, un marco que se diseñó desde el principio con gran amplitud, por la diversidad de instituciones y prácticas de los sistemas financieros de los países integrados en la UEM<sup>25</sup>.

Los instrumentos utilizados por el BCE hasta la crisis financiera se agrupan en operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y reservas mínimas obligatorias:

1. *Operaciones de mercado abierto.* Son operaciones llevadas a cabo por iniciativa del BCE en los mercados financieros, para proporcionar o retirar liquidez a las entidades de contrapartida. Suelen adoptar la forma de una compra o venta de activos mediante una cesión temporal<sup>26</sup> o una operación de crédito con garantía de activos. Incluyen cuatro tipos de operaciones:

*Operaciones principales de financiación.* Son el instrumento principal de la política monetaria del BCE para controlar los tipos de interés, gestionar la provisión de liquidez del sistema bancario y señalar la orientación de la política monetaria. Se colocan mediante subastas estándar, convocadas según un calendario preanunciado, con periodicidad y vencimiento semanal, que ejecutan los BCN en las 24 horas siguientes a la resolución<sup>27</sup>.

Estas operaciones tienen una gran amplitud, en dos sentidos: 1) en cuanto a las instituciones que pueden acogerse a ellas, a saber, las en-

---

25 La versión más reciente del documento “Orientación (UE) 2015/510 del Banco Central Europeo de 19 de diciembre de 2014 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (BCE/2014/60) (refundición)” puede consultarse en [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2015\\_091\\_r\\_0002\\_es\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_es_txt.pdf).

26 Una cesión temporal es el acuerdo por el que el vendedor de un activo adquiere simultáneamente el derecho y la obligación de recomprarlo en una fecha futura prefijada o a petición de la otra parte, a un precio establecido. En la práctica equivale a un préstamo con garantía.

27 El calendario ordinario de una subasta era aproximadamente el siguiente: anuncio de la subasta, el lunes a las 15:30; pujas, desde las 16:15 del lunes hasta las 9:30 del martes; recopilación, hasta las 10:35; decisión, hasta las 11:15; anuncio de la decisión a las 11:15; liquidación, el día siguiente, miércoles.

tidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas supervisadas por al menos una autoridad nacional de uno de los países de la zona euro (unas 2.000, en la actualidad: cf. Hartmann y Smets 2018), y, 2) en cuanto a las garantías ofrecidas, que abarca un amplio conjunto de instrumentos de deuda pública, bonos corporativos, bonos cubiertos y con garantía de activos<sup>28</sup>.

Las subastas pueden ser a tipo de interés fijo (en las que el BCE solo decide la cantidad total, que se prorroga entre las entidades solicitantes) o a tipo variable (en este caso, cada entidad puede formular varias pujas; el BCE decide la cantidad total y el tipo marginal de adjudicación, lo que determina qué entidades reciben fondos y cuáles no, y en qué cuantía cada una)<sup>29</sup>. La subasta tiene una frecuencia semanal<sup>30</sup>; el crédito concedido vence a la semana siguiente, y se abre una nueva subasta.

- a. *Operaciones de financiación a plazo más largo*. Son operaciones de mercado abierto regular llevadas a cabo mensualmente mediante subastas estándar y vencimiento, habitualmente, a tres meses. Su objeto es proporcionar liquidez a plazos más largos que los de las subastas semanales<sup>31</sup>.
- b. *Operaciones de ajuste*. Tienen por objeto hacer frente a variaciones imprevistas de la liquidez en el mercado. Pueden ser operacio-

---

28 Los criterios de aceptación de esas garantías han ido cambiando a lo largo del tiempo, ampliándose notablemente a partir de 2007, como se verá en el capítulo 5.

29 Las subastas a tipo fijo provocaban un exceso de demanda de liquidez, lo que obligaba a prorratear la concesión de liquidez entre las entidades, con un reparto que no era satisfactorio para la mayoría de ellas. Desde junio de 2000 se hicieron a interés variable; volvieron a ser a interés fijo en octubre de 2008 y de nuevo a interés variable en marzo de 2010, como se explica en el capítulo 5. En las subastas a interés variable las entidades podían introducir hasta 10 pujas, con un mínimo de un millón de euros y una cantidad total múltiplo de 100.000 euros.

30 Hasta marzo de 2004 la subasta era semanal, pero el crédito se concedía para dos semanas.

31 Durante la crisis financiera se introdujeron también otros instrumentos para refinar bancos en dificultades durante largos periodos y para comprar deuda privada y soberana: véase el capítulo 5.

nes temporales, operaciones simples, swaps de divisas o depósitos a plazo fijo.

c. *Operaciones estructurales*. Sirven para ajustar la posición estructural de liquidez del BCE frente al conjunto del sistema financiero. Pueden adoptar la forma de cesiones temporales u operaciones simples, o la emisión de certificados de deuda del BCE.

2. *Facilidades permanentes*. Tienen por objeto proporcionar o absorber liquidez a un plazo muy corto (un día); la iniciativa la toman las entidades financieras. Son de dos tipos:

a. *Facilidad marginal de crédito*. El BCE proporciona liquidez a un día contra activos de garantía, habitualmente sin límite de crédito. El tipo de interés es penalizador, más alto que el de la operación principal de financiación.

b. *Facilidad marginal de depósito*. Las entidades pueden depositar sus excedentes de liquidez en el BCE, a un tipo de interés inferior al de la operación principal de financiación.

Las facilidades permanentes definen una banda de tipos de interés a muy corto plazo, entre el máximo de la facilidad de crédito y el mínimo de la de depósito; el tipo interbancario a un día (EONIA, *Euro Overnight Index Average*) se mueve habitualmente entre ambos límites<sup>32</sup>. Hasta la crisis financiera, esa banda tenía una amplitud de un punto porcentual y era simétrica alrededor del tipo de las operaciones principales de financiación.

3. *Reservas mínimas obligatorias*. Son depósitos que las entidades financieras guardan en los BCN. Su objetivo es estabilizar los tipos de interés del mercado interbancario y mantener una escasez “estructural” de liquidez, que facilite el control del BCE. El coeficiente de reservas es, desde enero

---

<sup>32</sup> Salvo al final de los periodos de mantenimiento de las reservas mínimas obligatorias, cuando se producían, a menudo, excesos o insuficiencias de liquidez.

de 2012, del 1% de ciertas partidas del balance de las entidades financieras, como depósitos y valores con un vencimiento de hasta dos años<sup>33</sup>. Las reservas se remuneran al tipo de interés de la operación principal de financiación, lo que facilita la estabilidad del EONIA y contribuye a la eficiencia del sistema, ya que las reservas obligatorias no remuneradas vienen a ser un impuesto sobre la intermediación financiera.

### *La política monetaria del Banco Central Europeo en la práctica*

El Consejo de Gobierno del BCE se reúne regularmente dos veces al mes (y al menos diez veces al año: art. 10.5 del Estatuto del BCE). En la primera reunión mensual decide el tipo de interés de la operación principal de financiación. La decisión se toma por mayoría (aunque se intenta conseguir siempre la unanimidad), a partir de la información contenida en el análisis económico y monetario que proporcionan los expertos del BCE. El tipo acordado, que el Presidente anuncia en la rueda de prensa que se celebra después de la reunión, está vigente al menos durante unas cuatro semanas, hasta la siguiente reunión del Consejo de Gobierno; asimismo, se anuncian también los otros tipos oficiales: el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad marginal de depósito.

Ese tipo de interés cumple principalmente dos funciones: es el tipo de referencia en las subastas semanales que el BCE convoca para ofrecer liquidez a los bancos de la eurozona, y señala la orientación de la política monetaria en las próximas semanas –e incluso durante periodos más largos, porque ese comunicado se inserta en una historia de decisiones anteriores y se explica con unos argumentos que ofrecen información relevante a los mercados sobre las intenciones del BCE.

---

<sup>33</sup> Reglamento (UE) 1358/2011 del BCE de 14 de diciembre de 2011 ([https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l\\_33820111221es00510051.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_33820111221es00510051.pdf)). Hasta esa fecha el coeficiente era del 2%. Se calcula como promedio del nivel medio de reservas durante el periodo de mantenimiento; esta práctica estabiliza las reservas mantenidas, lo que facilita la planificación de la liquidez demandada por los bancos y minimiza el impacto de las perturbaciones a corto plazo sobre esa liquidez.

Cuando el BCE anuncia un aumento del tipo de interés de su operación principal de financiación, está transmitiendo al mercado el mensaje de que la liquidez va a ser más escasa y más cara; el EONIA aumentará, y también los tipos a plazos más largos, si se espera que el movimiento contractivo del BCE sea duradero<sup>34</sup>. Esto se trasladará después a otros mercados, empezando por el de crédito a familias y empresas. El encarecimiento del crédito tendrá, a lo largo del tiempo, sucesivos impactos en las decisiones de consumo, ahorro e inversión, así como en el atractivo para los capitales exteriores, lo que afectará al tipo de cambio de la moneda y a las importaciones y exportaciones. También se producirán cambios en los otros canales de transmisión, como se ha señalado en el capítulo 2. Al final de este proceso, el crecimiento económico y la inflación se habrán ajustado, de acuerdo con los objetivos establecidos, aunque los resultados pueden no ser los esperados, por la ocurrencia de otras perturbaciones, porque los mercados no han entendido bien lo que pretendía el BCE, o por otras causas: la política monetaria trata, en definitiva, de influir en las decisiones libres de millones de agentes.

Las acciones del BCE pueden verse como correcciones de situaciones no deseadas, pero se entienden mejor como medidas prospectivas y preventivas, ordenadas al mantenimiento de un marco estable en los mercados financieros, como se indicó en el capítulo 2. Lo que el BCE trata de identificar es el nivel y la evolución deseable del tipo de interés del mercado interbancario que, en cada coyuntura, será compatible con la consecución del objetivo de estabilidad de precios, dada la evolución esperada de las demás variables relevantes.

Los resultados en términos del objetivo final son importantes, pero no lo es menos el funcionamiento ordenado de los mercados, que el BCE trata de conseguir proporcionando la liquidez necesaria y facilitando a las instituciones financieras los medios necesarios para su ajuste. Por eso es importante, como ya hicimos notar, la política de comunicación del BCE<sup>35</sup>.

---

34 Si la restricción monetaria fue descontada anteriormente, la subida de tipos se producirá incluso antes de que se tome la decisión.

35 Omitimos aquí otras condiciones que debe cumplir la política monetaria: el tratamiento

## **La política monetaria del Banco Central Europeo antes de la crisis financiera**

El 1 de enero de 1999 se levantó el telón de la magna obra que era la UEM, sin ensayos generales previos, aunque con muchos preparativos y ensayos parciales. Hasta la crisis financiera de 2007, la política monetaria se desarrolló de acuerdo con los objetivos, procedimientos e instrumentos mencionados antes. Lo que sigue es una explicación de esos primeros años de la política monetaria del BCE, que es ilustrativa de los retos de la autoridad monetaria recién creada, y de su funcionamiento.

### *Los primeros pasos*

El entorno en el que tuvo lugar la puesta en marcha de la nueva política monetaria del BCE se caracterizó por un crecimiento del PIB real ligeramente inferior al potencial y una cierta volatilidad en los mercados internacionales, como consecuencia de las crisis financieras de Asia (1997) y Rusia (agosto de 1998) y la quiebra del fondo LTCM (septiembre de 1998). Se suponía que el esfuerzo de los países miembros de la UEM para cumplir las condiciones de convergencia les había puesto en condiciones de actuar coordinadamente en la nueva coyuntura, aunque estaba viva la incertidumbre provocada por el cambio de régimen monetario en la zona euro.

El 3 de diciembre de 1998, todos los BCN de la zona euro llevaron a cabo una acción coordinada para acercar sus tipos de interés a corto plazo al 3%, que era el nivel fijado por el BCE para sus primeras operaciones. Los tipos de cambio de las monedas que formarían el euro quedaron irrevocablemente fijados el 31 de diciembre de 1998; el euro se convirtió así en la moneda única de la UEM, aunque físicamente circulaban todavía las monedas y billetes de los

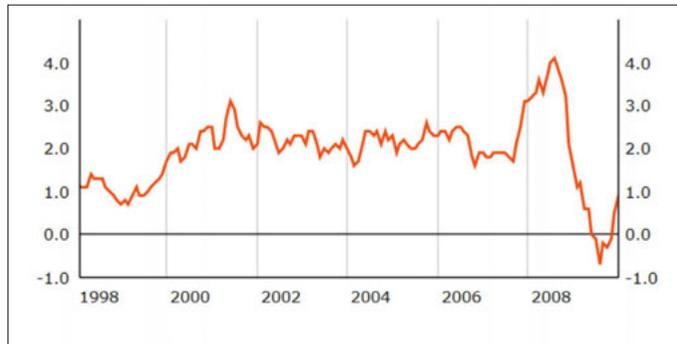
---

equitativo de todas las instituciones financieras y la armonización de sus decisiones, la sencillez, transparencia y rendición de cuentas, continuidad, seguridad y eficiencia (en términos de costes) de las acciones adoptadas, la descentralización de su instrumentación (a través de los bancos centrales nacionales), etc.

once países miembros. El BCE se esforzó en explicar su estrategia, como se ha dicho más arriba, para conseguir la credibilidad que necesitaba. En los primeros meses de 1999 se produjeron ajustes en la banda entre los tipos marginales de crédito y depósito y en el nivel del tipo de interés de la operación principal de financiación, hasta comprobar que los mecanismos diseñados para proporcionar liquidez a las instituciones financieras funcionaban satisfactoriamente<sup>36</sup>.

A finales de 1998, la tasa de inflación era inferior al objetivo, y se mantuvo baja pese a un repunte de los precios del petróleo en febrero de 1999 (Gráfico 3.1), y aunque el euro estaba en una larga fase de depreciación (Gráfico 3.3), y el crecimiento de M3 era superior al establecido como deseable (Gráfico 3.2), el Consejo de Gobierno redujo el tipo de interés de la operación principal de financiación del 3% al 2,5% el 8 de abril de 1999 (Gráfico 3.6). Conforme se acercaba la fecha del cambio de milenio hubo nerviosismo en los mercados, por temor al llamado efecto 2K, que el BCE trató de contener con una oferta de liquidez suficiente.

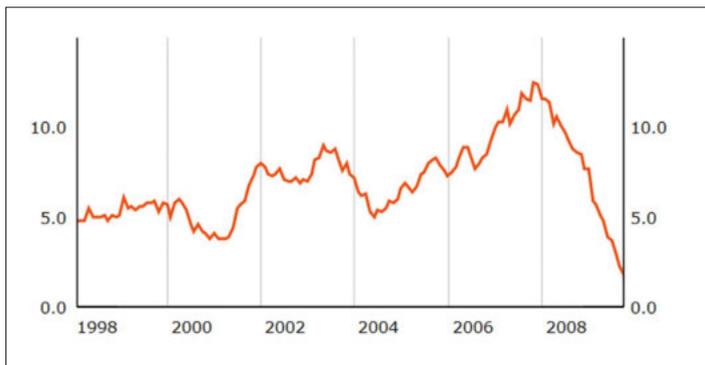
**Gráfico 3.1- Tasa de crecimiento anual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona euro (enero 1998 – diciembre 2009).**



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

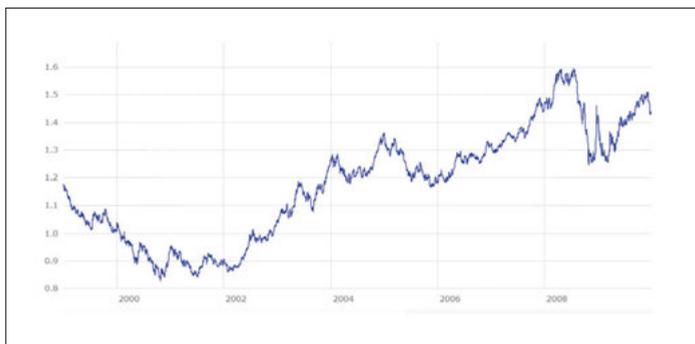
<sup>36</sup> El tipo de interés oficial funcionó con un tipo fijo hasta junio de 2000; a partir de esa fecha se convirtió en variable; el señalado por el Consejo de Gobierno del BCE tuvo el carácter de tipo mínimo en las subastas.

**Gráfico 3.2 - Tasa de crecimiento anual del agregado monetario M3 en la zona euro (enero 1998 – septiembre 2009).**



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

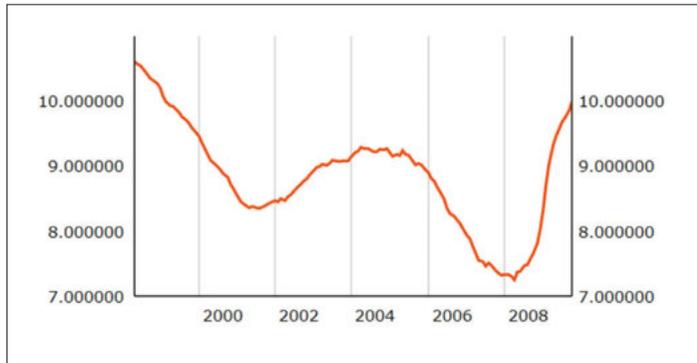
**Gráfico 3.3 - Tasa de cambio dólar-euro (enero 1999 – diciembre 2009).**



Fuente: BCE.

La actividad económica creció a buen ritmo desde principios de 2000 (Gráfico 3.5); los precios del petróleo y de las importaciones volvieron a crecer, por la continuada depreciación del euro (Gráfico 3.3), de modo que el Consejo de Gobierno llevó a cabo seis elevaciones del tipo de interés de referencia, desde noviembre de 1999 hasta octubre de 2000, llegando al 4,75% (Gráfico 3.6).

**Gráfico 3.4 - Tasa de desempleo en porcentaje de la población activa en la Zona Euro (marzo 1998 – septiembre 2009).**



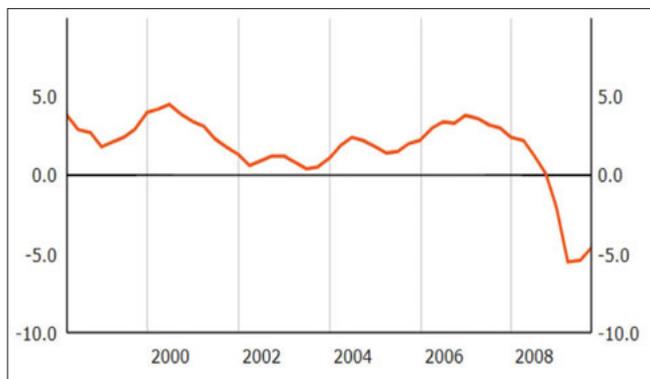
Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat y BCE.

En 2001 las perspectivas de la economía mundial se deterioraron, por la crisis de la burbuja de las tecnológicas, escándalos empresariales como el de Enron, los atentados terroristas del 11 de septiembre y la escalada de las tensiones geopolíticas en Irak. La tasa de inflación siguió creciendo en 2000 y en la primera mitad de 2001, acercándose el 3% anual (Gráfico 3.1), como consecuencia del aumento de precios del petróleo y de algunos alimentos, aunque la tendencia cambió, también por la apreciación del euro; el crecimiento de M3 (Gráfico 3.2) se interpretó más como una huida de los inversores hacia la seguridad y la liquidez que como el resultado de una política demasiado expansiva. El 13 de septiembre de 2001, dos días después de los atentados terroristas en Estados Unidos, el BCE llevó a cabo una reducción de 50 puntos porcentuales en su tipo de interés de referencia, coordinada con la FED<sup>37</sup>, y siguió reduciendo ese tipo en siete etapas, hasta llegar al 2% en junio de 2003<sup>38</sup> (Gráfico 3.6).

37 Además, llevó a cabo operaciones de ajuste (*fine tuning*) y abrió una línea de swap con el Banco de la Reserva Federal de Nueva York para proporcionar liquidez en dólares a los BCN que la necesitasen.

38 En este periodo empezaron los debates teóricos acerca de la posibilidad de que la economía entrase en una situación en la que los tipos de interés llegasen a su límite inferior; cf. Bernanke (2002).

**Gráfico 3.5 - Tasa de crecimiento anual del Producto Interior Bruto real de la zona euro, a precios del año anterior (marzo 1998 – septiembre 2009).**



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat y BCE

En 2003 Otmar Issing, economista jefe y miembro del Comité Ejecutivo inició un proceso de revisión de la estrategia del BCE<sup>39</sup>, lo que dio lugar a tres cambios: 1) la clarificación de la estabilidad de precios como objetivo (“inferior pero próxima al 2%, a medio plazo”); 2) el abandono del seguimiento de la evolución de M3 como indicador de la política monetaria<sup>40</sup>, y 3) la reestructuración del informe del Presidente en la rueda de prensa posterior a la reunión del Comité de Gobierno, que a partir de este momento empezaba con el análisis económico y seguía con el análisis monetario (BCE 2003), reflejando así los aspectos que eran efectivamente más importantes en las decisiones sobre los tipos de interés.

<sup>39</sup> Beyer y Reichlin (2006) recogen el debate que siguió a esa revisión de la estrategia del BCE. Hartmann y Smets (2018, 19) ponen énfasis en el cambio de perspectiva del análisis monetario, de la teoría cuantitativa del dinero a un enfoque más amplio, que incluye el papel de las fricciones financieras y de la intermediación financiera en la macroeconomía reciente; esto se relaciona también con el papel de los bancos centrales en la estabilidad del sistema financiero.

<sup>40</sup> Por razones ya explicadas más arriba, como la inestabilidad de la demanda de dinero (M3) y los ajustes de cartera que los agentes privados llevaban a cabo.

**Gráfico 3.6 - Tipos de interés del Banco Central Europeo y tipos de interés del mercado monetario, datos diarios (enero 1999 – febrero 2010).**



Fuente: BCE.

A partir de junio de 2003 el Consejo de Gobierno mantuvo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 2% durante dos años y medio (Gráfico 3.6), facilitando la recuperación de la demanda y el producto, que adquirieron nueva firmeza en la segunda mitad de 2005 (Gráfico 3.5); durante 2006 y 2007 la inflación se mantuvo por encima del 2% (Gráfico 3.1), el límite superior de la banda objetivo, y el crecimiento del crédito fue también elevado. En consecuencia, en diciembre de 2005 el Consejo de Gobierno elevó un cuarto de punto el tipo de interés de la operación principal de financiación, hasta el 2,25%; hasta el 9 de julio de 2007 llevó a cabo ocho subidas más, hasta el 4,25% (Gráfico 3.6), que no fueron suficientes para desanimar la formación de una burbuja crediticia e inmobiliaria en algunos países de la UEM, porque, a pesar de esas acciones, la política monetaria seguía siendo acomodaticia, según los Informes Anuales del BCE<sup>41</sup>. Este fue el entorno en el

41 Como señalaba Issing (2005), “el fuerte crecimiento del dinero y el crédito en un contexto de liquidez amplia en el área del euro implica desarrollos en los precios de los activos, particularmente en los mercados de viviendas, que necesita una monitorización próxima, dado su potencial de desalineación” (cf. Hartmann y Smets 2018, 20).

que estalló la crisis financiera que se explica en el capítulo 4, y cuyos efectos en la política monetaria se detallan en los capítulos 5 y 6.

Como ya indicamos en el capítulo 2, se supone que los bancos centrales, determinan el nivel del tipo de interés que utilizan como instrumento principal siguiendo una regla (habitualmente no publicada), que tiene en cuenta los factores principales que influyen en su decisión, a saber, la desviación de la tasa de inflación esperada respecto de la tasa objetivo, y la desviación de la tasa de crecimiento prevista para un futuro próximo respecto de la tasa de crecimiento del producto potencial real<sup>42</sup>. Orphanides (2003) calculó la regla que se supone sigue el BCE, y que obedece a la siguiente fórmula:

$$\Delta i = 0.5(E\pi_{t+1} - \bar{\pi}) + 0.5(E\Delta y_{t+1} - \Delta \bar{y})$$

que indica que el tipo de interés de la operación principal de financiación se debe incrementar en la mitad de la brecha entre la tasa de inflación esperada dentro de un año y la tasa de inflación fijada como objetivo, y en la mitad de la brecha entre el crecimiento del producto real dentro de un año y el crecimiento del producto potencial calculado<sup>43</sup>. Aplicando esta regla a las decisiones del BCE desde 1999 resulta el Gráfico 3.7, donde se observa que las decisiones sobre tipos de interés siguen muy de cerca la regla calculada para el BCE por Orphanides y Wieland (2013)<sup>44</sup>.

42 En el caso del BCE, el tipo de interés empleado como instrumento es el tipo de la operación principal de financiación hasta septiembre de 2008, y el de la tasa de la facilidad de depósito, a partir de octubre de ese año, que reflejaba mejor el carácter fuertemente expansivo de la creación de liquidez llevada a cabo en los años de la crisis financiera.

43 Por ejemplo, si la tasa de inflación objetivo es del 2% anual y las previsiones de los expertos del BCE consideran que la inflación llegará al 2,5% dentro de un año, el tipo de interés objetivo debe crecer en la mitad de esa brecha, es decir, en 0,25 puntos porcentuales; y si el crecimiento del producto potencial real es del 2,5%, y se espera que dentro de un año el PIB real esté creciendo a una tasa del 2%, el tipo de interés debe reducirse en la mitad de esa diferencia, es decir, - 0,25%. Por tanto, la regla utilizada aconseja que el tipo de interés crezca  $0,25 - 0,25 = 0\%$ : el tipo de interés debe mantenerse sin cambio.

44 Que es, obviamente, una variante de la regla de Taylor mencionada en el capítulo 2.

**Gráfico 3.7 - Regla de Orphanides para el área euro con previsiones del Survey of Professional Forecasters.**



Fuentes: European Central Bank, ECB Survey of Professional Forecasters y Comisión Europea

Notas: El tipo de interés a corto plazo combina la serie temporal de cambios en las Operaciones principales de refinanciación hasta el tercer trimestre de 2008 con los cambios en la tasa de Facilidades de depósito del cuarto trimestre de 2008 en adelante. Las cifras se toman de los cambios a mitad de trimestre. Última observación, primer trimestre de 2018.

Tomado de Hartmann y Smets (2018, 89).

## Referencias

Banco Central Europeo (2003), “The outcome of the ECB’s evaluation of its monetary strategy”, *ECB Monthly Bulletin*, junio.

Banco Central Europeo (BCE) (2011), *La política monetaria del Banco Central Europeo*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2001es.pdf?5be1d91b9fb3dea02f043089fde30302>.

Banco Central Europeo (BCE) (varios años). *Informe anual*. Frankfurt: BCE.

European Central Bank (ECB) (1999), “The stability oriented monetary policy strategy of the Eurosystem”, *ECB Monthly Bulletin*, enero, 39-50.

- Bernanke, B. (2002), “Deflation: Making sure ‘it’ doesn’t happen here”, Conferencia en el Economists Club, Washington DC, 21 de noviembre.
- Beyer, A. y L. Reichlin (eds.), (2006), *The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twenty-first Century*. Fourth ECB Central Banking Conference.
- Fraccaroli, N., A. Giovannini y J. Jamet (2018), “The evolution of ECB’s accountability practices during the crisis”, *ECB Economic Bulletin*, 5.
- García Iglesias, J.M. y C. Pateiro (2009), “Análisis de la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (1999-2005)”, *El Trimestre Económico*, 36 (301), 181-214.
- Gerlach, S. (2004), “The two pillars of the European Central Bank”, *Economic Policy*, 19(40), 389-439.
- Hartmann, P. y F. Smets (2018), “The first twenty years of the European Central Bank: Monetary Policy”, ECB Working Paper Series No. 2219.
- Ihrig, J. y S. Wolla (2020). “Let’s close the gap: Revising teaching materials to reflect how the Federal Reserve implements monetary policy”, Finance and Economics Discussion Series No. 2020-092. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Issing, O. (2003), “The Single Monetary Policy of the European Central Bank: One size fits all”, *International Finance*, 4(3), 441-462.
- Issing, O. (2005), “The role of money in the monetary policy strategy of the ECB”, en la conferencia del BCE sobre “What Central Banks can learn from money and credit aggregates”, Eltville, 28 de octubre.
- Issing, O. (2008), *The Birth of the Euro*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Issing, O., V. Gaspar, I. Anzeloni y O. Tristani (2001), *Monetary Policy in the Euro Area. Strategy and Decision Making at the European Central Bank*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Issing, O., V. Gaspar, O. Tristani y D. Vestin (2005), *Imperfect Knowledge and Monetary Policy. The Stone Lectures in Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Micossi, S. (2015), “The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)”. CEPS Special Report, nº 109, mayo.
- Mody, A. (2018), *Eurotragedy. A Drama in Nine Acts*. Oxford: Oxford University Press.
- Moutot, P., A. Jung y F.P. Mongelli (2008), “The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision-making – Selected issues”, ECB Occasional Paper 79.
- Orphanides, A. (2003), “Historical monetary policy analysis and the Taylor rule”, *Journal of Monetary Economics*, 50(5), 983-1022.
- Orphanides, A. y V. Wieland (2013), “Complexity and monetary policy”, *International Journal of Central Banking*, 9, S1, 167-203.
- Ortega, E. (2000), “La política monetaria en la zona del euro”, *Información Comercial Española*, 784, 37-44.
- Scheller, H.K. (2006), *The European Central Bank: History, Role, and Functions*. Frankfurt: ECB, 2ª ed.
- Surico, P. (2007), “Monetary Policy of the European Central Bank”, *Scandinavian Journal of Economics*, 109(1), 115-135.
- von Hagen, J. y M. Bruckner (2003), “Monetary Policy in unknown territory: The European Central Bank in the early years”, en D.E. Altig y D.E. Smith, eds., *Evolution and Procedures in Central Banking*. Cambridge: Cambridge University Press.



## CAPÍTULO 4

### LA CRISIS FINANCIERA

Excmo. Dr. Antonio Argandoña Rámiz  
*Académico de Número*

#### **Introducción**

Las crisis financieras suponen grandes retos para los bancos centrales, porque ponen en peligro la supervivencia del sistema financiero, bloquean los canales de transmisión de la política monetaria, desarbolan algunas de las instituciones que deben asegurar la estabilidad económica y financiera y obligan a las autoridades monetarias actuar con energía, a menudo fuera del guion e incluso más allá de la legislación que las ampara, para recomponer la estructura financiera, devolver la confianza a los mercados y evitar o acortar la recesión que sigue al descalabro del crédito.

Es lógico, pues, que la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) haya tenido que reaccionar a las convulsiones que produjo la crisis financiera que se hizo patente en Estados Unidos alrededor de 2007, que se extendió rápidamente a todo el mundo, dando origen a la Gran Recesión, y que en Europa desembocó en la llamada crisis del euro<sup>1</sup>.

Nuestro objetivo es el estudio de la política monetaria en la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea, no escribir la historia de la crisis. Pero los capítulos siguientes no se pueden entender sin una explicación, aunque sea somera, de lo que pasó después de 2007. Este es, pues, el objetivo de este

---

1 Las crisis de una moneda suelen ir acompañadas de grandes depreciaciones, porque los inversores pierden su confianza en ellas y se desprenden masivamente de sus inversiones. La crisis del euro, sin embargo, no fue acompañada por el deterioro de su cotización, ni aun en los peores momentos de la crisis. Fue, eso sí, una crisis de la Unión Económica y Monetaria.

capítulo<sup>2</sup>. En todo caso, conviene hacer notar que esta crisis no pertenece a una nueva especie, sino que es una más de las muchas crisis de balanza de pagos (los flujos financieros entre países) y deuda (los stocks resultantes de esos flujos) que el mundo ha conocido durante siglos.

Una crisis no aparece de repente, sino que se va fraguando a lo largo del tiempo: es la consecuencia, a menudo inevitable, de la fase anterior del ciclo, el auge o expansión. Por tanto, hemos de explicar, en primer lugar, los prolegómenos: la Gran Moderación y la consiguiente euforia financiera, acompañada de la creación de burbujas especulativas. Todo esto empezó en la economía norteamericana y se extendió luego al resto del mundo; la crisis fue internacional, al menos en dos sentidos: en cuanto que afectó al sistema financiero global, y en cuanto que sus efectos reales –la Gran Recesión– se dejaron sentir en todo el mundo, sobre todo en las economías desarrolladas –y este fue un elemento diferencial respecto de la mayoría de las recesiones anteriores. En la Eurozona la Gran Moderación tuvo caracteres particulares, coincidiendo con la puesta en marcha del euro: nos detendremos también a explicar, en segundo lugar, lo que esto significó para la economía europea.

¿Cómo se convirtió ese periodo de estabilidad y euforia en una crisis financiera? El detonante fue la explosión de unas burbujas especulativas. Pero estas no se forman en el vacío, sino en un sistema económico que, de alguna manera, las hace posibles: explicaremos, pues, en tercer lugar, los cambios que tuvieron lugar en el sistema financiero internacional, que hicieron posible todo lo anterior<sup>3</sup>.

---

2 La literatura sobre la Gran Recesión y la crisis financiera es muy extensa. El lector puede consultar dos libros de Gorton (2012, 2018), que explican los caracteres comunes a gran número de crisis a lo largo de la historia. Sobre la crisis en Estados Unidos y en el mundo, cf. Ball (2018), King (2016), Mian y Sufi (2015), Pezzuto (2013), Reinhart y Rogoff (2009), Tett (2009), entre otros muchos. Con énfasis en la crisis en Europa: Daianu, Basevi, D’Adda y Kumar (2014), Della Posta y Talani (2011), Minenna (2016). Con particular referencia a la crisis en España: Analistas Financieros Internacionales (2009), Banco de España (2017), De la Dehesa (2009), Encinas (2015), Oliver (2017), Torrero (2018).

3 Haldane (2013) ofrece una iluminadora visión del sistema financiero global que resultó de esos cambios: complejo y homogéneo en su diversidad, robusto y frágil a la vez, sometido

Lo que vendrá después es un relato breve sobre el estallido de la crisis en Estados Unidos y en Europa. Pero esta última no se entiende fuera del contexto institucional, legal, económico, político y social de la moneda única. De modo que concluiremos el capítulo con un repaso de esos condicionantes: los errores de diseño y de ejecución de la política económica en la Eurozona.

## **El prólogo de la crisis**

### *La Gran Moderación y sus consecuencias*

Después de las crisis del petróleo de los años setenta y de los ajustes de los primeros ochenta llegó la Gran Moderación, un periodo de expansiones largas (el conjunto de los países de la OCDE creció un 3% anual entre 1984 y 2006), recesiones suaves y tasas de inflación moderadas, de modo que un sentimiento de confianza se extendió por los mercados, a pesar de las repetidas crisis menores que ocurrieron durante esos años<sup>4</sup>.

Esa larga bonanza puede atribuirse, principalmente, a dos causas: 1) la ausencia de perturbaciones macroeconómicas importantes (desde finales de la década de 1970 no hubo nuevas crisis del petróleo, por ejemplo), y 2) los bajos tipos de interés que persistieron durante años, y que cabe atribuir al alto volumen de ahorro en el mundo (no sólo en países tradicionalmente ahorradores como Japón y Alemania, sino también en los emergentes, China y los productores de petróleo) y a políticas monetarias relajadas, sobre todo en Estados Unidos.

---

a procesos de retroalimentación que agravaban su fragilidad, demasiado grande para dejarlo caer (*too big to fail*), esencialmente innovador y debilitado por sus estrategias de gestión de riesgo.

4 Algunas de esas crisis fueron la caída de las bolsas (1987), la crisis de Japón (desde 1990), las convulsiones del Sistema Monetario Europeo (1992-93) y de la deuda de México (1994), la crisis asiática (1997), las de Brasil y Rusia y la crisis del *Long Term Capital Management* (1998), la de Argentina y el fin de la burbuja de las *Puntocom* (2001), además de problemas menores en otros países.

Esta moderación monetaria se debió, entre otras razones, a la escasa incidencia de la inflación (2,4% en promedio en Estados Unidos y 1,9% en la zona euro, entre 1995 y 2007), que coincidió también con una moderada evolución de los costes laborales y de los precios de la energía y las primeras materias. Así se generalizó un sentimiento de confianza en la capacidad de los bancos centrales para controlar la evolución de los precios –un éxito que, según algunos, sería algo ya conseguido para siempre. Y esto alargó la bonanza e hizo descuidar las medidas de prudencia.

También ocurrieron acontecimientos puntuales que contribuyeron a una política monetaria laxa. En 2000 estalló en Estados Unidos la burbuja bursátil de las *Puntocom*, provocando una recesión, a la que la Reserva Federal (FED) respondió con contundencia, reduciendo en unos meses el tipo de interés de los fondos federales (el instrumento principal de su política monetaria: véase el capítulo 2) del 6,5% al 1,75%; esto evitó la recesión, pero alentó el endeudamiento de las familias, el consumo y la demanda de viviendas. La FED siguió bajando los tipos nominales de interés hasta el 1% en junio de 2003, y mantuvo negativos los tipos reales hasta finales de 2005, para hacer frente a la posibilidad –que las autoridades consideraban no pequeña– de que se produjese una deflación, como la de Japón en la década anterior; o por el temor a que el elevado ahorro mundial provocase una recesión global, a no ser que algún país –o sea, Estados Unidos– asumiese un papel compensador; o por las dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica (la creación de empleo se retrasó considerablemente respecto del crecimiento del producto), o quizás también por el deseo de aprovechar las oportunidades de una economía en expansión, en una coyuntura en que el peligro de la inflación parecía remoto.

Todo lo anterior explica que la fase expansiva del ciclo diera paso a la euforia, principalmente en los mercados inmobiliarios, que ya venían experimentando un largo auge, alentados por el crecimiento de la población y la inmigración, el aumento de las rentas familiares, las facilidades crediticias

para financiar la compra de viviendas y unas expectativas de revalorización continua de las mismas<sup>5</sup>.

Los efectos de la abundancia de liquidez se extendieron a otros mercados, como los de primeras materias y alimentos: el precio del petróleo subió de 20 dólares el barril en 1998 a 147 dólares una década después, y los de los minerales crecieron un 230% en ese periodo. La búsqueda de rentabilidad alentó el apetito por el riesgo y desplazó capitales hacia inversiones más rentables, pero también más arriesgadas, sobre todo en países emergentes, cuyas políticas ortodoxas parecían ofrecer ahora más garantías que en décadas anteriores. Se produjeron altos déficit por cuenta corriente (el saldo medio entre 2002 y 2007 fue del 5,3% del PIB en Estados Unidos, 5,4% en Australia, 5,8% en España, y cifras mayores en Nueva Zelanda, Hungría, Portugal y Grecia, hasta el 11,6% en Islandia), cuya contrapartida fue una abundante financiación exterior, procedente de los países ahorradores. En todo caso, muchos analistas pensaban que el auge sería mucho más largo que en el pasado (el argumento de “esta vez es diferente”: cfr. Reinhart y Rogof 2009), y que, si el crecimiento del PIB se moderaba, sería por poco tiempo, contando con el buen hacer de los bancos centrales, que estarían al quite (el *Greenspan put*: véase el capítulo 2).

En resumen, la crisis que empezó en 2007<sup>6</sup> está relacionada con la complacencia de los agentes y mercados, de los expertos y las autoridades, como consecuencia de la baja inflación, que se tomó como evidencia de un no bien definido “cambio estructural” y de un supuesto éxito de la política monetaria. Esto dio estabilidad a los mercados financieros, y probablemente distrajo de los riesgos que aparecían en otras variables, como el saldo de la cuenta

---

5 Los precios de las viviendas crecieron entre 1997 y 2007 un 401% en Sudáfrica, 220% en Irlanda, 195% en España, 174% en Australia, 150% en Francia y Suecia y más del 100% en Estados Unidos; pocos países –Japón y Alemania entre ellos– quedaron al margen de ese auge

6 La crisis no comienzan en un día determinado, pero, en este caso, puede tomarse el 9 de agosto de 2007, cuando BNP Paribas suspendió tres de sus fondos, al no poder asignar un valor preciso a sus activos. Fue entonces cuando los mercados tomaron conciencia del cambio que se estaba produciendo.

corriente, el crecimiento del crédito y del volumen de deuda pública y privada, los precios de los activos y el nivel de riesgo de muchas inversiones.

### *La puesta en marcha del euro*

También en Europa la crisis se empezó a gestar unos años antes, cuando a las condiciones macroeconómicas, políticas y anímicas de la Gran Moderación se sumó la puesta en marcha del euro. A lo largo de 1998 los tipos de interés de los países que ya habían sido admitidos en la zona euro convergieron hacia el nivel más bajo de Alemania; la inflación esperada se redujo, quizás como muestra de confianza en el buen hacer del BCE; la prima de riesgo por depreciación, que era tradicionalmente elevada para los países con déficit exteriores altos, como Italia, España, Portugal o Grecia (los llamados periféricos), se redujo rápidamente hasta desaparecer el primer día de 1999; solo quedaba el riesgo de crédito, que los mercados no valoraron adecuadamente, quizás porque pensaban que la prohibición de rescate de los gobiernos no se llevaría a la práctica (capítulo 3). Y como las oportunidades de inversión en esos países eran atractivas, los capitales fluyeron en abundancia hacia la periferia, aprovechando una rentabilidad elevada, un coste de financiación bajo y una subestimación del riesgo.

El resultado fue una expansión intensa en los países periféricos, cada uno con sus peculiaridades: crecimiento de la demanda agregada, del producto y del empleo, déficit elevado por cuenta corriente y gran entrada de capitales, expansión del crédito, burbuja especulativa en el sector inmobiliario, alto crecimiento de salarios y precios, reducción de la competitividad que agravaba el déficit comercial, y gran aumento de la deuda privada y bancaria (y, en algunos países, también de la pública) (Tabla 4.1). Por su parte, el BCE siguió el guion previsto (véase el capítulo 3), atendiendo principalmente al objetivo de estabilidad de precios: una política que redujo los tipos de interés entre 2001 y 2005 y, aunque los subió a partir de 2006, no fue, desde luego, contractiva.

**Tabla 4.1. Resumen de desequilibrios en la UEM, antes de la crisis.**

	1999 to 2007 (% of own GDP)		Bank assets (% of GDP)		%	
	Cumulative current account balance	Cumulative budget deficit	2000 to 2008 increase (p.p.)	Bank assets, 2008	Debt-GDP ratio, 2008	Excess inflation (1999-2007)
Portugal	-96	-36	44%	262%	72	7.5
Greece	-84	-47	36%	173%	109	9.9
Spain	-60	2	121%	296%	39	9.2
Ireland	-21	14	464%	783%	43	11.6
Italy	-8	-26	85%	235%	102	1.8
EZ	-2	-17	94%	335%	69	0.0
France	6	-23	180%	395%	68	-2.9
Austria	16	-19	305%	379%	69	-3.2
Germany	27	-19	18%	316%	65	-4.8
Belgium	47	-5	83%	392%	92	-1.1
Netherlands	48	-5	-9%	375%	55	2.8
Finland	61	33	101%	197%	33	-4.9
Luxembourg	98	23	-577%	2367%	14	5.5

Fuente: Datos del FMI y European Banking Association elaborados por los autores. Tomado de Baldwin et al. (2015).

En resumen, el preámbulo de la crisis en la eurozona fue un gran flujo de capitales de los países del centro hacia los de la periferia, que se colocaron más en inversiones inmobiliarias que en activos rentables, que hubiesen podido generar rentas para pagar los intereses y devolver los créditos, y también, en algunos países, en el sector público, en gasto social o inversiones con bajo rendimiento económico. O sea: en los años que precedieron al estallido de la crisis, los gobiernos, bancos centrales, reguladores, supervisores, agencias de calificación y expertos, así como los directivos de las entidades afectadas y sus inversores no se dieron cuenta de lo que podía ocurrir, o no valoraron su importancia, o no supieron diseñar y aplicar medidas para controlar esos acontecimientos, o pensaban que la crisis era posible, pero que ellos se darían cuenta a tiempo y saltarían del barco antes de que chocase con el iceberg<sup>7</sup>. Proba-

<sup>7</sup> De alguna manera esto fue un fallo del diseño de la moneda única, en cuanto que no había ninguna entidad supervisora encargada de vigilar estos acontecimientos. Quizás sirva de descargo el hecho de que tampoco en otros países existían esos mecanismos de vigilancia, y que cada crisis tiene caracteres propios, que hacen que los indicadores elaborados para acontecimientos anteriores pueden no ser los más adecuados en otro momento.

blemente pensaron que la euforia venía justificada por el aprovechamiento de oportunidades únicas creadas por el nuevo régimen monetario (otra vez la tesis de “esta vez es diferente”: Reinhart y Rogoff 2009), y que luego los acontecimientos se moderarían; y que el déficit exterior ya no era relevante, en un mundo con libertad de movimientos de capitales y bajas primas de riesgo.

### *Las innovaciones en el sistema financiero*

Antes de explicar el desarrollo de la crisis conviene que nos detengamos en un conjunto de cambios que estaban ocurriendo en el sistema financiero mundial, con Estados Unidos a la cabeza, que contribuyeron de manera importante a la creación del marco en que se produjo la crisis y que complicaron la solución posterior de los problemas. Estos cambios no deben extrañarnos, porque la innovación continua forma parte de la dinámica de los mercados y las instituciones financieras.

El sistema financiero está compuesto por el conjunto de entidades, mercados, productos y operaciones que intermedian las relaciones entre oferentes y demandantes de fondos, es decir, entre ahorradores e inversores. Lo que caracterizó a esas innovaciones fue que crearon un enorme riesgo financiero, que pasó inadvertido o fue subvalorado.

- 1) Las burbujas especulativas son aumentos sostenidos del precio de un activo, muy por encima de lo que justifican sus fundamentos<sup>8</sup>. Suelen formarse en mercados de activos en los que la oferta se ajusta con retraso (la construcción, por ejemplo, tiene un largo periodo de gestación y desarrollo), mientras que la demanda puede experimentar un crecimiento rápido, favorecido por la abundante liquidez, los bajos tipos de interés y las oportunidades de beneficios extraordinarios que hacen subir los precios de los activos. Esas oportunidades

---

8 Esos fundamentos varían de un mercado a otro: el rendimiento esperado de las empresas y los tipos de interés, en la bolsa; la revalorización esperada de las viviendas, la demografía, los ingresos de los hogares y la evolución del crédito hipotecario, en el inmobiliario, etc.

de beneficios suelen estar causadas por innovaciones financieras: en este caso, por el auge de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) y la titulización (*securitization*) de activos. El participante no invitado, a quien nadie prestaba atención, fue el riesgo.

Las hipotecas de alto riesgo se concedían (y se conceden también hoy) a clientes con renta baja, escasas garantías y un historial financiero incompleto y opaco; tenían un periodo de carencia relativamente largo y tipos de interés variables, bajos al principio pero que se revisaban al cabo de dos años o más, de modo que el servicio de la deuda se disparaba. Si los precios de la vivienda subían regularmente y el cliente era solvente, la deuda podía refinanciarse, el deudor acababa siendo propietario de la vivienda y el banco hacía un buen negocio; si el cliente resultaba insolvente, el banco recuperaba un activo cuya revalorización compensaba las posibles pérdidas.

El problema principal para la entidad financiera era el exceso de riesgo: si el deudor dejaba de pagar y el precio de la vivienda caía, el banco experimentaría una pérdida. El problema se complicaba por la aparición de incentivos perversos, tanto para los promotores de hipotecas (cuya comisión dependía del volumen de créditos, no de su solvencia), como para los deudores (que presentaban a menudo solicitudes con información incompleta y aun falsa), y para los bancos (que se desprendían fácilmente de una parte de la hipoteca a través de la titulización). La combinación de todo esto llevó a un crecimiento imprudente del volumen de hipotecas de alto riesgo y de otros créditos.

- 2) La titulización es una operación por la cual los bancos ceden sus créditos (hipotecarios, de consumo, de tarjetas de crédito, de préstamos a estudiantes, etc.) a otros inversores. Aunque el proceso tenía numerosas particularidades, en líneas generales se puede explicar así: el banco creaba una sociedad (un *special purpose vehicle*, SPV, u otra figura parecida) que compraba al banco los activos, financiándolos mediante una emisión de bonos cubiertos (por ejemplo,

CDO, *collateralized debt obligations*), cuya calificación, otorgada por una agencia de calificación (*rating agency*), dependía del riesgo de los activos que había comprado. Los bonos se dividían en tramos (*tranches*), con diferentes rentabilidades y riesgos. Para reducir ese riesgo y hacerlos más atractivos, el SPV los aseguraba comprando un CDS (*credit default swap*), emitido por otra entidad (por ejemplo, una compañía de seguros); si el deudor no pagaba lo haría el asegurador.

La titularización era muy atractiva para el banco, que obtenía rentabilidad (por las comisiones que cobraba y por el diferencial de intereses), liquidez (no tenía que esperar al vencimiento del crédito para recuperar el importe de la hipoteca) y reducción de su riesgo (que era transferido al comprador de los CDOs).

Este modelo de “originar y distribuir” (*originate and distribute*) sustituyó cada vez más la financiación tradicional de los bancos: de los depósitos (con garantía pública) a las aportaciones de grandes inversores, habitualmente a corto plazo.

La titularización contribuyó a la creación y ocultación del riesgo de las entidades. Esto tuvo lugar por distintas vías.

- a. Los SPV estaban muy apalancados y, aunque su colocación fuera del balance del banco parecía eliminar su riesgo, este volvía al banco si caía el valor de sus activos y el SPV no encontraba mercado para sus bonos y entraba en quiebra.
- b. Los modelos de gestión del riesgo no tenían suficientemente en cuenta la incidencia de riesgos de otras entidades. El procedimiento de trocear los activos y repartirlos como garantía de diversos bonos hacía opaco el contenido de cada uno de ellos, de modo que, si surgían dudas sobre la solvencia de los activos primarios (por ejemplo, las hipotecas *subprime*), el valor del bono derivado construido a partir de ellos caía –y esto ocurría también con otros activos afectados por la falta de transparencia.

- c. Las reglas contables obligaban a valorar los activos a precios de mercado, pero ese mercado dejaba de existir cuando la demanda desaparecía por la incertidumbre sobre el valor del activo.
- d. La remuneración de los analistas y directivos se establecía de acuerdo con los resultados a corto plazo, lo que impulsaba a conductas que aumentaban la rentabilidad, pero que creaban riesgos, quizás poco probables (*tail risks*), pero que, si se materializaban, podían tener consecuencias graves para las instituciones.
- e. La evaluación del riesgo de los activos corría a cargo de las agencias de calificación (*rating agencies*), que se enfrentaban a problemas técnicos (los modelos que utilizaban se basaban en supuestos altamente simplificados, y no disponían de un historial suficiente para valorar adecuadamente sus parámetros) y éticos (conflicto de intereses: el volumen de negocio de la agencia dependía de la valoración que daba a los activos de los clientes que solicitaban el *rating*). La generosidad de las valoraciones acentuaba la confianza de los inversores, de modo que los niveles de riesgo asumidos crecían.<sup>9</sup> Y hubo también fallos en la auditoría de no pocas entidades.

En resumen, las innovaciones financieras desarrolladas durante décadas aumentaron el riesgo de las entidades por la complejidad de sus productos y operaciones, por su opacidad, que ocultaba el alcance de los riesgos, y por la interdependencia entre mercados y entre entidades, que trasladaba el riesgo de unas a otras a través de las contrapartidas de sus operaciones (contagio).

Y esto comprometía no solo a los bancos comerciales, sino también a otras entidades, la llamada banca en la sombra (*shadow banking*). Tradicio-

---

<sup>9</sup> Hubo también otros factores relevantes. Por ejemplo, los CDOs no se comerciaban en mercados abiertos, sino en operaciones entre cliente y proveedor (*over-the-counter*, OTC), de modo que, en caso de duda sobre ese valor, este se convertía en ilíquido, por falta de mercado, y el poseedor del activo no podía venderlo, ni siquiera con pérdidas.

nalmente, los bancos comerciales habían sido la institución financiera más importante por su función social, razón por la que estaban sujetos a detalladas regulaciones, supervisión y garantías para preservar la confianza de sus depositantes. Pero, de hecho, otras entidades (bancos de inversión, *hedge funds*, fondos de pensiones, compañías de financiación, etc.) llevaban a cabo muchas de las operaciones que antes habían sido exclusivas de los bancos comerciales, e interactuaban con ellos, principalmente como demandantes de sus titulaciones. Por tanto, muchos riesgos de los bancos procedían de entidades que no estaban sujetas a las regulaciones y garantías de la banca comercial: todas compartían riesgos no bien definidos, porque la solvencia de una entidad dependía de la de otras cuyos productos poseía la primera, directamente o a través de otras entidades (riesgo de contrapartida).

Además, la banca en la sombra había entrado en terrenos que tradicionalmente habían sido exclusivos de los bancos, quitándoles negocio gracias a sus menores requisitos regulatorios y de garantías. Y esto empujó a los bancos a entrar en operaciones con más riesgo, adoptando modelos de negocios que eran, cada vez más, los de los bancos de inversión: por ejemplo, financiándose cada vez más no mediante depósitos privados, sino con crédito a corto plazo en los mercados interbancario o *repo*. Además, la competencia entre las entidades llevaba a estrategias comunes, lo que reducía la capacidad del sistema de hacer frente a las perturbaciones, de modo que un problema de unas pocas entidades podía provocar una crisis de todo el sistema.

El sistema actuaba, además, de manera procíclica: en la fase expansiva del ciclo, cuando subía el valor de los activos y los tipos de interés eran relativamente bajos, las entidades se apalancaban fuertemente para comprar nuevos activos. El resultado era una espiral alcista del valor de los activos y del endeudamiento, en un ambiente de euforia –y lo contrario ocurría en la fase bajista.

Finalmente, el sistema estaba globalizado, gracias a la progresiva eliminación de las barreras a los movimientos de capitales. En todo caso, las instituciones norteamericanas seguían canalizando el mayor volumen y protagonizando las innovaciones financieras: por eso los activos estructurados por sus

bancos de inversiones acabaron en la cartera de entidades de todo el mundo. Y también por eso, cuando estalló la crisis, esta fue una crisis global.

El problema no se puede imputar solo a una de las partes de la relación financiera, porque detrás de un prestatario insolvente hay un prestamista imprudente. El exceso de confianza se produjo en ambos lados, quizás también porque se esperaba que las autoridades acudirían en ayuda de las entidades en dificultades (riesgo moral).

## **Una breve historia de la crisis financiera**

### *El inicio de la crisis: Estados Unidos*

Como ya señalamos, la situación previa a la crisis en Estados Unidos era de euforia económica, alto apalancamiento y riesgo no suficientemente reconocido. En ese entorno, a principios de 2004 la tasa de inflación empezó a subir; en diciembre la FED cambió el signo de su política: en un año el tipo de los fondos federales pasó del 1,75% al 4,25% (y llegó al 5,25% en junio de 2006). Se esperaba que esto moderase la demanda de viviendas y el consumo, que la inversión empresarial mantuviese su crecimiento y que la depreciación del dólar mantuviera el crecimiento de las exportaciones, de modo que parecía posible evitar la recesión. Pero la desaceleración fue más rápida de lo que se esperaba, porque la subida de los tipos de interés aumentaba considerablemente el servicio de la deuda de las familias y empresas, ya muy apalancadas.

El primer impacto principal de ese encarecimiento del crédito se produjo en el mercado inmobiliario; ya en 2006 aumentó la morosidad en las hipotecas *subprime*; en mayo de ese año el indicador del precio de las viviendas experimentó su primera reducción desde junio de 1995. La construcción entró en recesión, que afectó al empleo, el consumo y la inversión y se extendió a los otros sectores. Pero el impacto principal se produjo en los mercados financieros. Los activos emitidos con garantía de esas hipotecas perdieron valor; los poseedores de bonos con garantía de CDS exigieron el valor de rescate;

las compañías de seguros que habían emitido los CDS pagaron, hasta que las pérdidas fueron excesivas, y quebraron o tuvieron que ser rescatadas. En muy poco tiempo los mercados mayoristas en que se negociaban esos derivados se quedaron sin liquidez, porque la demanda había desaparecido. Este fue el origen inmediato de la crisis: un pánico no visible para el público, porque consistía en la retirada de fondos de los grandes inversores en las entidades afectadas.<sup>10</sup>

La reacción de los bancos centrales fue rápida. La FED inyectó 24.000 millones el 9 de agosto, cuando dos fondos de *BNP Paribas* dejaron de operar; el BCE proporcionó 130.000 millones, y ambas entidades siguieron prestando grandes cantidades en los meses siguientes. Pero los bancos retenían la liquidez porque temían que, al vencer los pasivos que habían emitido, no conseguirían nueva financiación en los mercados. Este fue el inicio de la fuerte contracción del crédito.

El volumen de hipotecas de alto riesgo no era demasiado alto, y su impacto en los mercados mayoristas tampoco justificaba una crisis como la que se produjo en la segunda mitad de 2007. Pero el problema se amplió por varias vías:

- 1) Contagio. Las entidades que necesitaban liquidez para atender a la retirada de fondos trataron de vender apresuradamente activos en otros mercados (*fire sale*), provocando la caída de esos precios y trasladando el problema a otras entidades, cuyos activos debían valorarse a precios de un mercado que estaba, en ocasiones, en caída libre.
- 2) Extensión de la incertidumbre. La demanda de derivados había desaparecido de repente, de modo que no había un precio para valorarlos. Y como esos activos se habían troceado y repartido como garantía de

---

<sup>10</sup> El pánico afectó también a otros intermediarios, como fondos del mercado monetario (*money market funds*), no cubiertos por las garantías de la banca comercial, pero muy importantes por su conexión con los demás intermediarios. Por ello, algunas medidas de salvamento o refinanciación dirigidas a los bancos se extendieron también a ellos.

muy diversos CDOs que, a su vez, habían servido para generar otros CDOs, no era posible determinar el contenido “tóxico” de cada uno de ellos.

- 3) La crisis de liquidez se convirtió pronto en una crisis generalizada de solvencia: las entidades estaban muy apalancadas, de modo que pérdidas no muy grandes las ponían en quiebra o, al menos, creaban la sospecha de que esto podía producirse.

La fase más crítica de la crisis financiera se produjo a raíz de la quiebra de *Lehman Brothers* (15 de septiembre de 2008), a la que siguieron otros bancos, compañías de seguros y fondos<sup>11</sup>. Hasta ese momento la financiación de las instituciones financieras había experimentado un endurecimiento, pero no un cierre de mercados general y duradero como el que tuvo lugar en las semanas (y, para muchos intermediarios, meses) siguientes.

Las respuestas a la crisis fueron desarrollándose conforme los acontecimientos se precipitaban. La primera medida, como ya hemos mencionado, fue ofrecer financiación ilimitada, desde agosto de 2007. El 19 de septiembre la Reserva Federal bajó por vez primera los tipos de interés. El Tesoro norteamericano, junto con la FED, intervino en el salvamento de los bancos cuando se vio que el problema era de solvencia. Luego se tomaron medidas fiscales para recuperar la economía, y se inició la revisión del marco regulatorio y legal del sistema financiero, como se explica en el capítulo 5.

### *La crisis en la Unión Económica y Monetaria europea*

En 2007 el funcionamiento de la economía europea era aparentemente satisfactorio, aunque, como ya indicamos, los países de la periferia presentaban bajos tipos de interés, alto crecimiento del crédito, burbuja inmobiliaria (en algunos países), alto endeudamiento privado (y en algunos casos, también

---

<sup>11</sup> Es mucha la literatura sobre esa quiebra, sus consecuencias y las reacciones de las autoridades; véase, por ejemplo, Ball (2018), Gorton (2010) y Paulson (2010).

público), fuertes entradas de capitales, inflación alta y pérdida de competitividad. Es decir, sin que existiera demasiada conciencia de ello, habían acumulado importantes desequilibrios en términos de balanza exterior por cuenta corriente y endeudamiento.

La historia de la crisis en Europa se puede resumir en tres actos: 1) al principio se vio como una crisis financiera tradicional, importada de Estados Unidos, aunque con algunas peculiaridades locales; 2) más tarde, como un desorden fiscal, y finalmente 3) como una crisis a la vez bancaria y de deuda soberana, que puso en peligro la misma continuidad de la moneda única. La implicación decidida del BCE marcó el tránsito hacia una recuperación, que empezó siendo lenta e incierta, como se puede ver en el capítulo 5<sup>12</sup>.

*Primer acto: Una crisis financiera importada.* Cuando la crisis se manifestó en Europa en el verano de 2007, la opinión pública y muchos expertos la trataron como un problema que afectaba principalmente a Estados Unidos, y que se presentaba como una parada repentina (*sudden stop*), un bloqueo de la financiación de los bancos y de otros intermediarios en los mercados, principalmente el interbancario, debido a la incertidumbre sobre el valor de algunos activos “tóxicos” que estaban en la cartera de las entidades financieras. Parecía una crisis como tantas otras del pasado; al principio, no hubo episodios destacados de retirada de depósitos, pero la pérdida de confianza se manifestó en un aumento de la prima de riesgo.

Lógicamente, se esperaba que todo eso tendría un impacto en Europa, principalmente a través del tipo de cambio, del comercio exterior y de los movimientos de capitales, y que esto provocaría una recesión, pero se confiaba en la capacidad del BCE para hacerle frente. Se pensaba que el cierre de los mercados sería transitorio; que el BCE ganaría tiempo, proporcionando abundante

---

12 Estas tres etapas no pretenden ser una cronología de la crisis, como la que se lleva a cabo en el capítulo 5: son solo una manera de explicar cómo fue desarrollándose en Europa la explicación de lo que estaba pasando y de sus causas.

liquidez hasta que los mercados se recuperasen<sup>13</sup>; que quizás se producirían insolvencias en aquellas entidades más expuestas a los activos “tóxicos”, y que el BCE debía seguir prestando atención a su objetivo, la estabilidad de precios (capítulo 3). Y como temía un rebrote de la inflación, el 3 de julio de 2008 elevó su tipo de interés del 4% al 4,25% (Gráficos 3.1 y 3.6 del capítulo 3; véase la explicación de todo esto en el capítulo 5).<sup>14</sup>

La incertidumbre se mantuvo en los meses siguientes. La crisis era más compleja de lo que se había supuesto inicialmente, y afectaba no solo a los bancos, sino también a otros intermediarios financieros (en España, principalmente a las cajas de ahorros), y no solo por los activos “tóxicos”, sino también por la baja calidad de los créditos que tenían en cartera, sobre todo los inmobiliarios.

La demanda agregada se contrajo pronto, por la brusca reducción del crédito (*credit crunch*), la caída de la construcción, la incertidumbre, la pérdida de valor de los activos reales y financieros y el alto nivel de deuda; en el segundo trimestre de 2008 el crecimiento del PIB ya fue negativo en la zona euro (Gráfico 3.5 del capítulo 3). La Comisión Europea aconsejó que se practicara una política fiscal expansiva, que algunos gobiernos, entre ellos el español, pusieron en marcha, sin resultados positivos sobre la demanda y con efectos contraproducentes sobre el nivel de deuda pública. El BCE proporcionó abundante liquidez a los bancos. Y los gobiernos, orientados por el G-20, propugnaron una política fiscal expansiva, contando implícitamente con que los mercados de deuda pública seguirían funcionando con relativa normalidad.

---

13 En euros y en dólares, algo importante dado el bloqueo de los mercados en dólares. Esto se consiguió mediante acuerdos de *sawp* con la FED.

14 Esta medida, que más tarde fue muy criticada, parecía justificada en aquellos momentos, dada la evolución de la tasa de crecimiento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), que pasó del 3,06% en diciembre de 2007 al 3,60% en marzo de 2008 y al 4,08% en julio de ese año, para bajar luego rápidamente: en diciembre era ya del 1,60% (Gráfico 3.1 del capítulo 3). De todos modos, los indicios de que la economía estaba perdiendo fuerza eran ya abundantes cuando el BCE subió los tipos de interés (véase el capítulo 5).

*Segundo acto: La crisis de la deuda soberana.* La siguiente etapa se inició en Grecia, a finales de 2009. Parecía que este país había puesto orden en sus finanzas públicas cuando en 2001 entró en la UEM, pero en octubre de 2009 su nuevo Primer Ministro, Yorgos Papandreu, reconoció que el ejecutivo anterior había ocultado la verdadera situación de las finanzas públicas: el déficit no era del 3,7% del PIB, sino del 12,7%, y más tarde se revisaría hasta el 15,4%.

Esto dio un giro a la interpretación de la crisis: ganaba peso la tesis de que su causa era el desorden fiscal, corroborado por la situación de Grecia, el alto nivel de deuda de Italia, el persistente déficit de Portugal y el incipiente déficit de España e Irlanda. Para los países del núcleo central de la eurozona<sup>15</sup>, el argumento parecía sólido: la falta de disciplina fiscal había provocado el problema de Grecia, y empezaba a manifestarse también en los demás países de la periferia; su contrapartida era el elevado déficit por cuenta corriente de esos países, cuyas causas incluían la baja competitividad, el ahorro insuficiente y el elevado gasto, que se financiaba con los capitales de los países centrales de la UEM, que no estaban dispuestos a asumir los costes del ajuste. Las soluciones debían incluir medidas de austeridad (subir los impuestos y reducir los gastos) y de devaluación interna (moderación salarial) para corregir el desequilibrio exterior, y a esto se aplicaron los periféricos, presionados por la Comisión Europea y, en algunos casos, también por el FMI<sup>16</sup>.

Pero la realidad era más compleja. El despilfarro fiscal podía aplicarse a Grecia, aunque este país tenía también otros problemas más graves; los demás países estaban experimentando una caída cíclica en sus ingresos públicos,

---

15 En lo que sigue distinguiremos entre los países del centro de la UEM (o del Norte) y los de la periferia (o del Sur); el criterio no es geográfico, sino por el tipo de problemas con que se enfrentaron. En el centro se incluyen Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo, y en la periferia a Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia (los llamados despectivamente PIIGS).

16 Algunos economistas propusieron entonces la tesis de que la austeridad fiscal tendría efectos expansivos sobre la economía, que luego no tuvieron lugar; cf. Alesina y Ardagna (2010). Una revisión del tema unos años después es la de Alesina, Favero y Giavazzi (2019).

como consecuencia de la recesión, pero el déficit de Portugal se debía a su escasa capacidad de crecimiento; en Italia, la deuda era alta desde hacía años y sus gobiernos no habían sido capaces de llevar a cabo las reformas necesarias para asegurar el crecimiento sostenido del país; el fuerte crecimiento del déficit español se debía a una equivocada política expansiva para evitar la recesión, y en Irlanda, cuyas finanzas públicas eran ejemplares antes de la crisis, el problema radicaba en que el gobierno se había visto forzado a asumir las deudas de sus bancos.

Todo ello provocó la “huida hacia la seguridad”, representada por los bonos alemanes y holandeses. En todo caso, la austeridad y la devaluación interna eran recetas equivocadas, que no era prudente aplicar en países que se enfrentaban a recesiones graves y altas tasas de paro (cfr. Alesina, Barbiero, Favero, Giavazzi y Paradisi 2015). Pero esas exigencias se mantuvieron durante los años siguientes. En 2011 se planteó de nuevo la cuestión de las reglas fiscales; el Consejo Europeo de 9 de diciembre reformuló el Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC), con criterios más estrictos de cumplimiento (incluidos ahora en las Constituciones nacionales) y sanciones semiautomáticas<sup>17</sup>.

La solución del problema de la deuda griega llegó en varias etapas. Desde principios de 2010 era patente que el país no podía pagar su deuda soberana. Tras la negociación de un crédito puente del BCE<sup>18</sup>, con la vana esperanza de que el país fuese capaz de solucionar sus problemas por sí mismo si disponía de más tiempo, el primer programa de rescate organizado por la *troika* (Comisión Europea, BCE y FMI) se aprobó en mayo de 2010, y

---

<sup>17</sup> Esta solución dejaba en el aire cuestiones como la conveniencia de un programa de consolidación fiscal estricta durante una recesión y la posibilidad de que el temor a la insolvencia de un gobierno fuese una profecía que se autocumpliese. La aplicación de un límite cuantitativo único para todos los países no era creíble, pero la introducción de excepciones dejaría sin sentido ese límite; la aplicación de sanciones no debiera ser automática, pero si se sometía a una decisión política resultaría, probablemente, inefectiva, y el establecimiento de sanciones económicas sobre un país en recesión con déficit presupuestario es, simplemente, un modo de agravar sus problemas: o sea, se trata de una medida inconsistente.

<sup>18</sup> Contra el que se manifestó el Presidente del BCE, Jean Claude Trichet, alegando que las garantías ofrecidas no eran suficientes.

resultó ser demasiado poco y demasiado tarde; el segundo paquete se aprobó en julio de 2011.

En la gestión de la crisis griega se cometieron al menos tres errores. 1) Ante la posibilidad de que un tratamiento muy laxo del caso griego abriese la puerta a comportamientos similares en otros países (el problema del riesgo moral), se pusieron condiciones muy duras, que resultaron ineficaces<sup>19</sup>. 2) Conflictos de interés: por ejemplo, la reticencia a condonar la deuda griega se debió, en buena medida, al hecho de que los bancos alemanes y de otros países del centro habían comprado volúmenes importantes de deuda de aquel país<sup>20</sup>. 3) Precipitación y falta de elaboración en la decisión de trasladar a los acreedores privados la participación en el coste de la reestructuración de la deuda, que extendió el problema a otros países, primero Portugal a Irlanda, cuyas primas de riesgo iniciaron un crecimiento continuado; el programa de rescate de Irlanda llegó en noviembre de 2010, y el de Portugal, en mayo de 2011<sup>21</sup>. Pero la crisis estaba ya llegando a España e Italia, y empezaba a afectar a Bélgica, Francia y Austria.

*Tercer acto: La crisis bancaria y la crisis del euro.* Como hemos visto, ya en los primeros meses de la crisis se puso de manifiesto que muchas entidades financieras europeas estaban pasando por situaciones muy delicadas; en sus balances figuraban créditos incobrables o dudosos, como consecuencia de la burbuja inmobiliaria y de la recesión; cargaban con primas de riesgo elevadas; se había interrumpido su acceso a los mercados mayoristas; su capital era insuficiente y no podían levantar nuevo capital de inversores privados, que tenían serias dudas sobre su solvencia, ni de sus gobiernos nacionales, agobiados por sus dificultades para emitir deuda.

---

19 Hasta entonces, las ayudas entre países habían tenido la forma de créditos condicionales, que el deudor tenía que devolver, lo que reducía el posible riesgo moral.

20 Véase la dura denuncia de Orphanides (2015), sobre el trato recibido por Grecia en la crisis.

21 Las primas de riesgo también aumentaron para la deuda belga y la francesa en 2011, lo que prueba que, al menos en esta fase, el problema iba más allá de los países periféricos.

Ante la perspectiva de gobiernos insolventes y bancos en riesgo de quiebra, los capitales que habían financiado generosamente la expansión anterior, dejaron de circular. Esto es lo que en economía se llama una ‘parada repentina’ (*sudden stop*): los capitales dejaban de entrar en un país y empezaban a salir rápidamente de él. Gobiernos fuertemente endeudados (Grecia, Portugal) o particulares y empresas muy apalancados (España, Irlanda) se encontraban en una situación difícil, que arrastraba a sus bancos que, en muchos casos, habían actuado como intermediarios en la colocación de esa deuda. Esta fue la verdadera naturaleza de la crisis del euro: no fue una crisis de deuda pública, sino de ‘parada repentina’ (Baldwin y Giavazzi 2015).

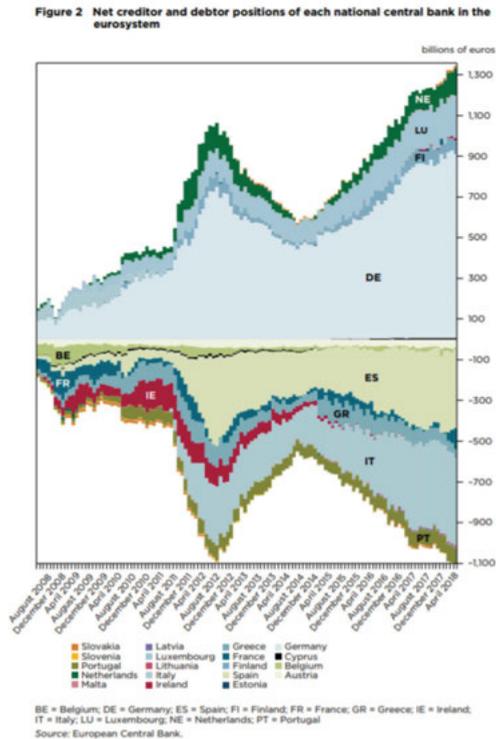
En la mayoría de los casos esto arrastra a la moneda del país, que se ve depreciada, lo que aumenta la cuantía de la deuda que los nacionales tienen que pagar, y esto aumenta desproporcionadamente la gravedad del problema. En la UEM, el peligro creado por esta situación no siempre fue patente a los ciudadanos, entre otras razones por el funcionamiento del mecanismo de pagos internacionales *TARGET2*<sup>22</sup>. Por ejemplo, cuando un inversor alemán retiraba financiación de un banco español, este transmitía al Banco de España la orden de enviar esos fondos a un banco alemán; el Banco de España asumía el compromiso de pagar esta cantidad al BCE, que pasaba los fondos al Bundesbank, este al banco nacional y este a su cliente. El resultado era simplemente contable: los fondos que salían de España figuraban como una deuda del Banco de España, pero el banco español no tenía necesidad de vender activos ni reducir drásticamente el crédito a sus clientes. Los saldos de *TARGET2* pueden crecer sin límite, porque no hay mecanismo (obligatorio) de liquida-

---

<sup>22</sup> *TARGET* (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*) es un sistema de liquidación bruta en tiempo real descentralizado para el euro, compuesto por sistemas de liquidación bruta en tiempo real nacionales, el mecanismo de pagos del BCE y el mecanismo de interconexión *interlinking*; fue completado en febrero de 2008 por *TARGET2*, un sistema de grandes pagos en euros, con liquidación bruta en tiempo real. Como parte de la Zona Única de Pagos en Euros, permite a particulares, empresas y organismos públicos efectuar pagos en euros sin utilizar efectivo, desde una cuenta situada en cualquier lugar de la zona, mediante un único conjunto de instrumentos de pago y con las mismas condiciones, eficiencia y seguridad con que se realizan en el ámbito nacional.

ción<sup>23</sup>. Esto se aprecia en el Gráfico 4.1: si esos países hubiesen tenido una moneda propia y su deuda hubiese estado denominada en moneda extranjera, los saldos de los bancos centrales deudores que aparecen en el gráfico habrían sido, en buena parte, salidas de capitales, con consecuencias catastróficas<sup>24</sup>.

**Gráfico 4.1 - Posiciones netas, acreedoras y deudoras, de los bancos centrales nacionales con el Eurosistema.**



Fuente: Honohan (2018).

23 Los saldos son líneas de crédito; sus riesgos, tanto para los países acreedores como para los deudores, los puso de manifiesto Sinn (2011).

24 O sea, el sistema TARGET2 bloquea, al menos temporalmente, el mecanismo de ajuste que es el saldo de la balanza por cuenta corriente.

Los problemas de solvencia de las entidades financieras requerían la implicación de la Unión Europea (UE) o de la Eurozona, dado que algunos países no tenían capacidad para afrontar el problema. Esto se llevó a cabo en sucesivas etapas, desde la *Facilidad Europea de Estabilización Financiera*, FEEF (*European Financial Stability Facility*, EFSF) de mayo de 2010 hasta el *Mecanismo Europeo de Estabilidad*, MEDE (*European Stability Mechanism*, ESM), de febrero de 2012; Irlanda, Portugal, Italia y Chipre (este país en marzo de 2013) recibieron fondos con cargo a esos programas, y España los recibió también para el salvamento de algunos bancos<sup>25</sup>.

La confianza no volvió a los mercados hasta la célebre declaración de Mario Draghi, Presidente del BCE, en julio de 2012, de que “dentro de nuestro mandato, el BCE está preparado para hacer lo que haga falta para preservar el euro. Y, créanme, será suficiente”<sup>26</sup>, que convenció a los mercados de que el BCE actuaría como comprador de última instancia de la deuda pública, algo que para algunos contradecía la letra del Tratado de la Unión Europea (TUE), pero que frenaba la venta desesperada de deuda, abría la posibilidad de que los gobiernos nacionales volviesen a los mercados a buscar financiación<sup>27</sup>, y ponía un límite a la caída del valor de la deuda, que era lo que estaba castigando a las entidades financieras. La UEM había entrado en la crisis sin un banco central capaz de actuar como prestamista de última instancia; la declaración de Draghi implica un cambio radical en las funciones del BCE, como veremos en el capítulo 6.

---

25 Los fondos procedían de la FEEF y el MEDE; los recibió el Fondo de Reestructuración Financiera Bancaria (FROB), a través del gobierno, que se comprometió a devolver los fondos a su vencimiento. El capítulo 5 explica el papel de estas instituciones en la política monetaria del BCE.

26 Conviene señalar que, en esta declaración, Draghi contó con el apoyo político del Consejo Europeo.

27 Incluso Grecia llegó a colocar deuda en los mercados, en abril de 2014. El tercer rescate de Grecia se aprobó en el verano de 2015.

## Los defectos en el diseño y en la ejecución de la moneda única

En el capítulo 1 explicamos los orígenes de la moneda única: un proyecto audaz al que algunos expertos auguraban grandes éxitos y otros, aparatosos fracasos. La crisis en Europa puso de manifiesto errores y omisiones en la fase de diseño, que más tarde provocaron el agravamiento de la crisis, la desaparición de muchas entidades, la caída del crédito, una larga recesión con importantes costes económicos y sociales, la incertidumbre y volatilidad de los mercados y, en lo que aquí nos ocupa, la necesidad –y la oportunidad– de un desarrollo de las funciones e instrumentos del BCE, más allá de lo que figuraba en sus Estatutos, como veremos en los capítulos 5 y 6. Y a todo esto hay que añadir los costes políticos: un resurgir de los nacionalismos y populismos, la involución de algunas políticas, la división de la ciudadanía y la puesta en cuestión del proyecto, no solo de una moneda única, sino de una Europa unida.

¿Por qué se produjeron esos errores de diseño? Fundamentalmente, por tres razones. 1) Porque en esta tarea colaboraron gobiernos, expertos, instituciones y grupos de interés, con diferentes enfoques y objetivos, de modo que era muy probable que no siempre se pudiesen prever las necesidades, encontrar las soluciones adecuadas, conseguir su aprobación y llevar a cabo su puesta en práctica<sup>28</sup>. 2) Porque algunos países necesitaban urgentemente conseguir resultados políticos, por lo que se prefirió lanzar un proyecto atractivo pero incompleto, sin esperar a tener analizados y elaborados todos sus elementos. 3) Porque se confiaba en el propio desarrollo del proyecto para adelantar en

---

28 Cuando se compara el diseño de la UEM con, por ejemplo, el modelo financiero de Estados Unidos, se ponen de manifiesto algunas diferencias que, en su momento, llegarían a ser importantes. Una fue, por ejemplo, el mayor peso de los bancos sobre los mercados financieros, que incrementó los costes de salvamento y acentuó el contagio entre entidades. Y otra fue la “captura” de los bancos por los gobiernos nacionales, que colocaron porcentajes altos de su deuda en esos bancos, de modo que se creó el “bucle diabólico” (*diabolic loop*) que se menciona más adelante. Pero, como comentamos en otro lugar, una cosa es señalar los inconvenientes de un modelo después de una crisis y otra muy diferente es tratar de cambiarlo y, más aún, haber previsto las consecuencias de ese modelo mucho antes de la crisis.

su consolidación: por ejemplo, la excelente acogida y los resultados que tuvo en los países periféricos se interpretó como una muestra de la convergencia de esos países con los demás, algo que se mostró ilusorio.

En lo que sigue nos fijaremos en algunas de las carencias más importantes en el diseño de la UEM. Esta es hoy una tarea relativamente fácil, a la vista de los problemas que se presentaron y de la abundante literatura que se les ha dedicado, pero conviene subrayar que estas cosas no siempre se pudieron prever cuando se preparó la moneda única, ni se pudieron analizar con objetividad cuando los problemas se presentaron.

Pasaremos revista a los que nos parecen los fallos u omisiones más importantes: primero, la ausencia de mecanismos de supervisión y vigilancia de los desequilibrios económicos; segundo, los problemas derivados de la inexistencia de mecanismos para evitar o solucionar los problemas de insolvencia de los gobiernos y de los bancos, principalmente la ausencia de una unión fiscal y bancaria y de mecanismos de corrección de los desajustes macroeconómicos cuando los países renuncian a una política monetaria propia, con una moneda propia, en mercados no suficientemente integrados; y finalmente, las cuestiones relacionadas con las dificultades de gobernanza de la UEM, especialmente durante una crisis. El denominador común de los problemas que ahora revisaremos fue la carencia de medios para compartir entre todos los países unos riesgos que resultaban excesivos para uno solo de ellos, sobre todo cuando la crisis ya estaba desarrollada.

### *Fallos de supervisión y vigilancia*

Ya dijimos que en los primeros años de la moneda única se produjeron desequilibrios macroeconómicos importantes, no en el conjunto de la zona euro, sino entre países: altos déficit o superávit por cuenta corriente; grandes flujos de capitales de los países del centro a los de la periferia; acumulación de deuda privada, y en algunos casos, también pública; excesivo apalancamiento de las instituciones financieras, reflejo del endeudamiento privado y público;

crecimiento de precios y salarios; pérdida de competitividad y deterioro de la balanza comercial; asunción de riesgos excesivos, etc.

Todo esto debió llamar la atención de las autoridades europeas y nacionales, pero no fue así, por varias razones:

1. A menudo se consideró que se trataba de desequilibrios transitorios, que se corregirían por sí solos. Los países miembros habían completado, con más o menos acierto, el proceso de convergencia previo a su entrada en la Eurozona; lo que estaba ocurriendo ahora podía interpretarse como la conclusión de ese proceso en el interior de cada país (por ejemplo, la convergencia de los salarios de la periferia con los del centro).
2. Los resultados eran favorables para todos: para los países del centro, la oportunidad de colocar su ahorro en inversiones altamente rentables con un riesgo aparentemente limitado, y para los de la periferia, la ocasión de disfrutar de una generosa financiación para disfrutar de un crecimiento elevado en un entorno de normalidad y estabilidad, que parecía un regalo caído del cielo. Nadie tenía interés en poner freno a ese proceso cuando los riesgos se veían remotos y limitados.
3. Porque se confiaba en los mecanismos de la moneda única. Por ejemplo, las autoridades suponían que 1) el cumplimiento de las condiciones iniciales de convergencia, más 2) la condición de irreversibilidad del proceso, 3) el cumplimiento continuado de las reglas de disciplina fiscal y 4) la disciplina de los mercados financieros, eran suficientes para corregir todos los desequilibrios que se presentaban. Pero: 1) la convergencia inicial no garantizaba su continuidad, entre otras razones porque las condiciones habían cambiado al entrar en vigor el euro: tipos de interés reales negativos o muy bajos, grandes flujos de crédito, crecimiento de la inflación, etc.; 2) la irreversibilidad del proceso era solo una garantía última, para el largo plazo; 3) las reglas de la disciplina fiscal no eran suficientes, porque los desequilibrios se

produjeron, sobre todo, en el sector privado –y, además, esas reglas no se cumplieron<sup>29</sup>; 4) los mercados financieros no fueron capaces de imponer su disciplina en forma de primas de riesgo elevadas, porque parecían suponer que la condición de no rescate de los gobiernos (*no bail out*) no se llevaría a cabo, es decir, que los países miembros tenían, *de facto*, un compromiso de ayuda mutua que iba más allá de lo previsto en los Tratados.

4. En los Tratados no se habían incluido instituciones encargadas de denunciar esos desequilibrios. La supervisión de las entidades financieras estaba descentralizada en los gobiernos de los Estados miembros; el control de los déficit públicos corría a cargo de Eurostat, pero las propuestas las hacía la Comisión Europea y la decisión corría a cargo del Consejo Europeo, es decir, de los representantes de los gobiernos nacionales, y no había criterios macroeconómicos definidos para valorar la evolución de los movimientos de capitales, los saldos por cuenta corriente o los diferenciales de inflación<sup>30</sup>.
5. Los países que formaron la zona euro no habían interiorizado la necesidad de cooperar entre ellos: los intereses de los ciudadanos del propio país pasaban por delante de los objetivos de la UEM, aunque, cuando la situación se hacía muy tensa, el acuerdo acababa saliendo adelante, quizás porque ningún Estado miembro quería pasar a la historia como el que provocó la ruptura de la moneda única.
6. Esto implica que, si las reglas y los procedimientos no están perfectamente definidos, siempre estará vivo el conflicto potencial entre el

---

29 Esto se puso de manifiesto principalmente en 2003, cuando la Comisión y el Consejo estuvieron en desacuerdo sobre la oportunidad de sancionar a Francia y Alemania por su incumplimiento del Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Aquella discrepancia acabó en la aceptación implícita de ese incumplimiento, que lesionó profundamente la credibilidad del PEC.

30 Y, como señalamos en el capítulo 3, las decisiones del BCE en los años anteriores a la crisis no parecieron imprudentes entonces, dada la información disponible.

ejercicio de la soberanía nacional y su cesión a un ente supranacional, como la Comisión, el Parlamento Europeo o el BCE. Esto se puso de manifiesto, por ejemplo, en las discusiones sobre el cumplimiento de las condiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que llevan consigo una cesión de soberanía en algo tan importante como el control de las cuentas fiscales nacionales.

7. Probablemente, los gestores de la UEM no fueron conscientes de las dificultades que tiene la gestión de una gran economía cerrada, enormemente diversificada, sin mecanismos de rescate, con intensas interrelaciones entre agentes y países, en que los fallos se contagian y los efectos se multiplican<sup>31</sup>.

### *Los problemas de financiación de los gobiernos nacionales*

El Tratado de la Unión Europea (TUE) era categórico a la hora de prohibir que la UE o el BCE pudiesen rescatar al gobierno de un país que tuviese problemas para el servicio de la deuda, su refinanciación o la emisión de deuda nueva, es decir, problemas de sostenibilidad de la deuda pública. Esto se presentó de varias maneras durante la última década.

1. *La desprotección de un país que sufre una perturbación asimétrica.*  
Este es un caso ampliamente estudiado desde el punto de vista académico, a partir de los trabajos de Mundell (1961, 1973) y Fleming (1962) sobre áreas monetarias óptimas.  
Se llama perturbación simétrica a la que afecta a todos los países de la UEM en la misma dirección, aunque quizás de manera y duración distinta: por ejemplo, una caída importante de las exportaciones de todos los países de la zona, debida a una recesión en la mayoría de

---

31 Dos ejemplos de esto son la imposición de una política de austeridad durante una grave crisis financiera sin prestamista de última instancia ni mecanismos de rescate, y el intento de hacer que el sector privado compartiese los costes de rescate de bancos y gobiernos, extendiendo el riesgo a todos los países y a todos los agentes.

países del resto del mundo, provocará una recesión en todos los países socios, que pondrá en marcha dos mecanismos automáticos de corrección: 1) se reducirán los tipos reales de interés, por la caída de la demanda de crédito, y 2) se depreciará la moneda común; ambos mecanismos favorecen la recuperación de la demanda agregada. Y, si este ajuste es insuficiente, como la recesión irá acompañada de caídas de precios, el BCE estará cualificado para practicar una política monetaria expansiva, que acelere la recuperación, además de la entrada en funcionamiento de los estabilizadores automáticos.

Pero si la perturbación es asimétrica, es decir, afecta solo a un país o unos pocos países de la zona, los mecanismos automáticos no funcionarán. Con libertad de movimientos de capitales, los tipos de interés se fijan en el mercado único, y la recesión en un solo país no tendrá efectos sensibles sobre esos tipos ni sobre el cambio del euro. Y tampoco cabe esperar que la UEM adopte medidas de política monetaria para ayudar a un país en recesión, porque el BCE debe actuar teniendo en cuenta los intereses de toda la Eurozona.

El país afectado ha renunciado también a su tipo de cambio y al manejo de la política comercial exterior; solo le queda la política fiscal, pero no a nivel de la UEM, en cuyo presupuesto no figuran partidas para las transferencias a un país que sufra una recesión: las medidas fiscales compensatorias (seguro de desempleo, obras públicas o rebajas de impuestos para reanimar el consumo o la inversión) deben correr a cargo del gobierno del país afectado.

La probabilidad de que ocurran perturbaciones que afecten a un solo país dependerá de factores como su estructura productiva (sectores dominantes, tamaño de las empresas, dependencia del exterior...) o el funcionamiento de sus mercados (porque, aunque hay reglas comunes para toda la UE, las diferencias pueden ser muy importantes, por ejemplo, en los mercados de trabajo, en el gasto en I+D, el sistema educativo o el estado del bienestar). Se confiaba en que los gobiernos nacionales emprendiesen reformas estructurales que facilitasen la convergencia de las estructuras productivas, institucionales y legales, pero esa expectativa no se cumplió, entre otras razones

porque ni la Comisión Europea ni los estados miembros se plantearon avanzar seriamente en esas reformas.

Por tanto, si un país experimentaba una perturbación negativa y necesitaba adoptar medidas fiscales expansivas, podía encontrarse con dificultades para financiarlas, por la caída de la recaudación de impuestos durante una recesión y por la reducción de su capacidad de endeudamiento, ya que su prima de riesgo aumentará como consecuencia de la recesión (sobre todo si la situación fiscal antes de la perturbación era ya insatisfactoria), o porque el cumplimiento estricto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) limitase la posibilidad de aumentar su endeudamiento. Eso es lo que se produjo en los países periféricos durante la crisis.

2. *Los problemas de la deuda soberana.* El siguiente paso en el desarrollo de la crisis puede ser la imposibilidad de hacer frente a su deuda soberana. La situación se parece a la de una empresa, pero las diferencias son importantes. La legislación de cada país ha elaborado reglas para resolver ordenadamente la insolvencia de una empresa: negociar un aplazamiento del pago, proceder a una quita o perdón parcial del nominal o de los intereses, establecer controles para que la gestión vuelva a generar fondos que permitan devolver la deuda, etc. Y si se muestra que la empresa no es solvente, los jueces ordenan los derechos de los acreedores de acuerdo con criterios de prioridad y ordenan la venta de los activos para pagar a los acreedores, en la medida de lo posible.

Cuando el deudor es un país y su deuda está denominada en su propia moneda, el impago es imposible, porque su banco central puede emitir moneda sin límite para comprar la deuda.<sup>32</sup> El problema se

---

32 En este caso el acreedor saldrá perdiendo, porque recibirá una moneda depreciada (aunque ya compensó esa pérdida, al menos en teoría, por la prima de riesgo más alta incorporada al tipo de interés de la deuda). Pero, en todo caso, no hace falta que el banco central compre la deuda: basta que los mercados sepan que puede hacerlo para que no prospere la especulación que conduce a la crisis.

presenta si la deuda está emitida en otra moneda: y el euro tiene la consideración de moneda extranjera para los países de la eurozona, porque su banco central (nacional) no tiene capacidad para emitir euros con los que comprar su deuda soberana, cuya emisión recae sobre ‘otra’ autoridad monetaria, que es el BCE.

Así pues, cuando los mercados entienden que el volumen de deuda de un país de la UEM es tan elevado que no podrá devolverla ni refinanciarla, la suspensión de pagos es posible, e incluso probable si los acreedores venden esa deuda, porque esto aumenta su tipo de interés y la necesidad de emitir nueva deuda para refinanciar la antigua, en una situación en la que nadie le quiere prestar.

En el diseño de la UEM faltaban, pues, mecanismos para solventar los problemas de impago de un país<sup>33</sup>. Esos mecanismos podían incluir:

- a. El perdón total o parcial de la deuda, antes o después de llegar a la situación de insolvencia. Esta posibilidad se puso en práctica, como ya indicamos, a raíz del programa de ayuda a Grecia, después de complejas negociaciones.
- b. La compra de esa deuda por parte de alguien que no sea el gobierno en dificultades (el BCE lo tenía prohibido, como se dijo en el capítulo 3). Esta solución se implementó a partir de 2010, con la creación de fondos creados por los gobiernos de la UEM, con la colaboración del BCE (véase el capítulo 5).
- c. El canje de esa deuda por otra cuya cuantía y condiciones la hiciesen sostenible; esta solución está en consideración en los planes para la Unión Fiscal.

3. *El contagio de los problemas de deuda.* Como ya vimos antes, cuando los mercados entendieron que la deuda griega podía ser incobrable hicieron el mismo razonamiento sobre la deuda de otros países.

---

33 Nótese que la crisis era de la deuda de los países: la UEM no tuvo una crisis de su deuda –de hecho, no emitía deuda. El problema de los países se transmitió a la UEM cuando se produjo el contagio.

La UEM no había previsto cortafuegos (*firewalls*) que impidiesen el contagio, aunque se pusieron en marcha con las actuaciones del BCE y los fondos de estabilización (véase el capítulo 5).

4. *La participación del sector privado en el rescate de la deuda pública.* Con la cláusula de *bail-in* (o *no-bail-out*), el diseño de la UEM descargaba en el sector privado el coste de la insolvencia de la deuda soberana (ver capítulo 1)<sup>34</sup>. Pero, como ya señalamos, los inversores privados parecían no haber tenido en cuenta ese problema.

El problema adquirió una nueva significación cuando empezó a discutirse la reestructuración de la deuda griega, en 2010, porque una parte no pequeña de la deuda de los países en dificultades estaba en la cartera de bancos y de otras instituciones privadas de los países del centro, de modo que las pérdidas de esos bancos podían poner a sus gobiernos ante la necesidad de rescatarlos. Más aún, la aplicación de la cláusula de *bail-in* implicaba que toda la deuda soberana de los países de la UEM era potencialmente no segura, lo que implicaba mayores primas de riesgos y, por tanto, tipos de interés más altos, con la posibilidad de que esa deuda tuviese permanentemente primas de riesgo más altas para muchos países de la zona euro<sup>35</sup>.

5. *Los problemas de las entidades financieras.* Los bancos pueden encontrarse en una situación crítica por un problema de liquidez o por uno de solvencia.

Los bancos son entidades fuertemente apalancadas, que se financian a corto (depósitos) y prestan a largo plazo (créditos e inversiones); están, pues, siempre sujetos al riesgo de iliquidez, que se produce cuando los acreedores retiran masivamente sus depósitos, por temor a no poder

---

34 Excluyendo a los depositantes, que tenían una garantía de hasta 100.000 euros, según los países.

35 En el célebre ‘paseo de Deauville’ (18 de octubre de 2010), la Canciller alemana Angela Merkel y el Presidente francés Nicolas Sarkozy acordaron que, en adelante, una parte importante del coste de los rescates debía recaer sobre el sector privado. La reacción de los mercados a esta noticia fue la que provocó la extensión del contagio.

hacerlo más adelante – la imagen es conocida: una cola de clientes a la puerta de la entidad, esperando llevarse su dinero. Pero en la crisis reciente no se trataba de una cola física: los bancos se financian hoy no tanto de los pequeños depositantes, sino de otras entidades, a través de los mercados interbancarios, a los que venden títulos a corto plazo emitidos con la garantía de sus activos (la titulización que hemos explicado antes). De ahí que “un banco típico de la zona euro puede necesitar nuevos créditos por un importe del 10% de su deuda total *por día*. Con una necesidad diaria de miles de millones, el vórtice [la retirada masiva de crédito interbancario], una vez puesto en marcha, puede acelerarse a una velocidad aterradora” (Baldwin et al 2015, 8)<sup>36</sup>.

Esto explica la urgencia con la que los bancos centrales de todo el mundo se movilizaron, porque estaba en juego la supervivencia de gran parte del sistema financiero. En todo caso, los bancos centrales disponen de instrumentos para hacer frente al asedio (*run*) de un banco por sus acreedores: en primer lugar, el fondo de garantía de depósitos, que asegura a los depositantes la recuperación de su dinero; luego, la exigencia de suficiente capital y, finalmente, la intervención rápida del banco central, proporcionando liquidez sin límite, a un tipo de interés penalizador y con garantías suficientes, según la regla que estableció Walter Bagehot (1837).

La falta de liquidez en un banco puede ser un problema angustiante, pero hay otro más grave: la insolvencia, es decir, la situación en la que el banco no tiene activos suficientes para pagar todas sus deudas. La insolvencia es, a veces, una consecuencia de la falta de liquidez, cuando el banco incurre en grandes pérdidas al tratar de vender activos con urgencia, pero puede tener también otras causas, principalmente la caída del valor de los créditos que conserva en su cartera por morosidad de sus prestatarios, o la pérdida de valor de los inmuebles recibidos por impago de hipotecas, o el aumento de sus pasivos en

---

36 “Durante la debacle de Lehman Brothers, una pequeña mala noticia, la quiebra de Lehman, llegó a paralizar completamente el mercado de crédito en Estados Unidos en cuestión de horas, y se extendió al resto del mundo en días” (Baldwin et al 2015, 8).

moneda extranjera, cuando se deprecia la moneda nacional. Un banco insolvente puede ser cerrado de manera más o menos ordenada, puede ser vendido a otra entidad, puede vender sus activos dudosos a un ‘banco malo’, o puede ser recapitalizado por inversores privados o por su gobierno. Pero cuando el banco está próximo a la quiebra, las soluciones privadas no son viables: nadie quiere financiarlo. En tal caso, es el gobierno de su país el que debe aportar los fondos necesarios. Pero, durante una crisis financiera, ese gobierno puede encontrarse con el problema mencionado antes: no puede emitir deuda porque los inversores dudan de su capacidad para devolverla. Esto es lo que ocurrió en la eurozona, cuando la crisis de la deuda soberana se combinó con la de los bancos, como consecuencia del bucle diabólico (*diabolic loop*) mencionado antes: los bancos invertían habitualmente en deuda de su país (entre otras razones, porque esa deuda se consideraba segura y era aceptada por el BCE como garantía de sus créditos a los bancos); cuando la prima de riesgo subió y el valor de la deuda soberana cayó, el valor del activo de los bancos se redujo, planteando dudas sobre su solvencia; la posibilidad de recapitalizar el banco con sus beneficios en plena recesión no era realista; el sector privado no quería participar, porque el banco estaba en peligro de insolvencia, de modo que, finalmente, la salvación del banco dependía del mismo gobierno cuya deuda estaba en el origen de los problemas de la entidad financiera, y que carecía de medios para financiar su recuperación.

La solución fue la mencionada antes: la creación de fondos europeos, que financiaron a los gobiernos para que estos recapitalizasen a sus bancos, asumiendo el riesgo de la operación<sup>37</sup>.

---

37 De todos modos, estas medidas no corrigen el problema en su origen, que es el ‘bucle diabólico’, porque su solución exigiría limitar la inversión de los bancos nacionales en deuda soberana de su propio país, e incluso en deuda de cualquier país de la UEM. De ahí algunas propuestas de que, en la futura Unión Bancaria (UB), se limite el volumen de deuda soberana que puede tener un banco, exigiendo, por ejemplo, una mayor capitalización de la entidad en función del porcentaje de dicha deuda que tenga en su cartera.

### *La gobernanza de la Unión Económica y Monetaria*

Los problemas mencionados en las páginas anteriores hacen referencia a un diseño original que no tuvo en cuenta la posibilidad de que ocurrieran ciertas perturbaciones, que luego se podían transmitir a otros países e instituciones. Lo que veremos a continuación hace referencia a las limitaciones en los mecanismos de gobernanza de la UEM, que pueden explicar no solo los defectos de las medidas correctoras adoptadas, sino otros fallos políticos institucionales en su diseño y aplicación.

Los instrumentos de gobernanza de la UEM, lo mismo que los de la UE, se fueron creando a medida que lo exigían los acontecimientos y los Tratados, y siempre condicionados por las diversas maneras de entender los problemas por parte de los gobiernos, de los intereses particulares de cada país y de las tensiones entre los objetivos nacionales y los de la UEM.

En particular, tanto en el diseño de la moneda única como en su ejecución se ponen de manifiesto algunas dificultades:

1. *Centralización, descentralización y cooperación.* En la UEM, como también en la UE, hay una continua tensión entre fuerzas que podemos llamar europeizantes o unificadoras, que ponen énfasis en la centralización, y otras que tratan de mantener la mayor autonomía posible de los Estados nacionales. Estas fuerzas son complejas, incluyen numerosos intereses nacionales y multinacionales, y van cambiando a lo largo del tiempo, por razones políticas, económicas e ideológicas<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> Por ejemplo, las relaciones entre Alemania y Francia dentro de la UE han ido cambiando en el tiempo, también en la manera de entender los problemas en uno y otro país y sus respectivas políticas ante la UE; vid. Warlouzet (2019). Al mismo tiempo, en febrero de 2018 los Ministros de Finanzas de Dinamarca, Estonia, Finlandia, Irlanda, Letonia, Lituania, Holanda y Suecia establecieron una denominada Nueva Liga Hanseática que pudiese actuar como contrapeso al poder conjunto de Alemania y Francia al marcar el rumbo de la UE, aunque sus principios están mucho más próximos a los de Alemania. Cfr. [https://en.wikipedia.org/wiki/New\\_Hanseatic\\_League](https://en.wikipedia.org/wiki/New_Hanseatic_League).

De acuerdo con los Tratados, algunas decisiones en la UEM se toman de manera centralizada, otras están descentralizadas en los gobiernos nacionales, y otras, también descentralizadas, exigen alguna forma de coordinación.

Como criterio general, en la UE están centralizadas la promoción del Mercado Único (eliminación de barreras interiores, tarifa exterior común, política de la competencia), la política monetaria, la política agraria, las reglas de equilibrio fiscal (Pacto de Estabilidad y Crecimiento) y la promoción de bienes públicos que tienen importantes efectos desbordamiento (*spillover*) sobre otros países, o efectos externos relevantes); después de la reciente crisis, probablemente deben añadirse situaciones de riesgo muy alto, que un país no puede asumir por sí solo, y que justificarían compartir ese riesgo con los otros socios. Se coordinan las políticas que tratan de bienes públicos que tengan efectos desbordamiento relevantes (movilidad laboral y educativa, investigación común, infraestructuras interestatales de transporte, política de fronteras, etc.). Y se dejan a nivel nacional, con alguna forma de coordinación, las políticas con escaso impacto en otros países, así como aquellas en que se produce una gran heterogeneidad en las preferencias de los ciudadanos, como educación, cultura, sanidad, transporte interior, regulaciones laborales, redistribución y cohesión social, fiscalidad, etc. Las decisiones que implican centralización suelen decidirse por unanimidad o mayorías cualificadas, a menudo mediante arduas negociaciones, concesiones y conflictos, como, por ejemplo, en la crisis de la deuda griega. Asimismo, en las decisiones que implican cooperación entre políticas nacionales hay, a menudo, conflictos entre el criterio de la que favorece al propio país y lo que es bueno para la UEM<sup>39</sup>. Pero la misma existencia de diversos niveles de decisión y de distintas reglas de operación (unanimidad, mayoría cualificada, acuerdo con la Comisión Europea, acuerdo entre países, etc.) implica que

---

39 Un motivo especial de conflicto es la intervención del Tribunal Constitucional alemán en algunos asuntos en los que considera que la Carta Magna de aquel país prohíbe al gobierno determinadas cesiones de soberanía.

hay unidades supranacionales que toman decisiones por encima de los gobiernos de los países miembros, lo que genera tensiones cuando los Estados miembros se resisten a ceder su soberanía en alguno de esos casos (De Grauwe y Ji, 2018; Razin y Rosefield 2012)<sup>40</sup>.

2. *Los “modelos” de la UEM.* En el fondo de los problemas de concepción y de gestión de la moneda única hay una pluralidad de “modelos”, algo inevitable en cualquier institución, pero que se acentúa por la diversidad de culturas, intereses e ideologías que se dan entre los países miembros de la UEM (y de la UE, a la que también afecta ese problema). Esas posiciones distintas se presentan en el seno de los países, como consecuencia de las fuerzas internas que los forman, y van cambiando a lo largo del tiempo, en función de la naturaleza de los problemas de que se trate<sup>41</sup>.
  - a. En el ámbito político, unos modelos se inclinan hacia una solución “federalista”, que aboga por una estrecha coordinación entre los países europeos, compartiendo sus soberanías nacionales y orientándose hacia la creación de un Estado federal europeo (la solución de ‘más Europa’). En el otro extremo del espectro están los partidarios de la ‘Europa de las naciones’, en que cada país mantenga la mayor autonomía posible en sus decisiones. Alemania podría ser un ejemplo de país con predominio federalista, y Francia el de defensor de la autonomía nacional, aunque, como ya hemos dicho, estas posturas cambian con el tiempo.
  - b. Fracasso (2018) propone una distinción sobre el modo de interpretar el marco legal y jurídico de la UE y de la UEM. Desde un punto de vista, que podemos llamar de la “responsabilidad”,

---

40 La UE ha introducido mecanismos que facilitan la coordinación de las decisiones nacionales, pero se trata de *soft laws*, normas no obligatorias, que pueden ser muy efectivas, pero que actúan con lentitud a la hora de lograr la convergencia de las prácticas nacionales.

41 Hay muchas descripciones de esos diferentes “modelos”; véase, por ejemplo, Bechtel, Hainmueller y Margalit (2014), Brunnermeier, James y Landau (2017), Copelovitch, Frieden y Walter (2016), Fracasso (2018), Frieden y Walter (2017).

ese marco se interpreta como un conjunto de reglas a largo plazo relativamente rígidas, dirigido a disciplinar a los países miembros, de modo que sus conductas no creen problemas de riesgo moral que puedan suponer un aprovechamiento desleal de las ventajas que la UEM proporciona a sus miembros. El otro punto de vista, el de la “solidaridad”, acepta la existencia de reglas a largo plazo, pero las concibe como algo flexible, de modo que los Tratados se puedan interpretar de acuerdo con los intereses sociales o políticos de cada momento.

- c. Desde el punto de vista económico, la distinción se suele establecer entre el predominio de la estabilidad, como objetivo de las políticas comunitarias, y el del crecimiento y el empleo –o, de otra manera, entre la concepción ordoliberal y la keynesiana. Desde el primer punto de vista, se supone que un entorno estable, en términos de crecimiento de precios y salarios, déficit público, niveles de deuda pública y privada, saldo por cuenta corriente (y, por tanto, relación entre ahorro e inversión), etc., garantiza también el crecimiento económico, al crear un marco en el que el sector privado puede desenvolver todo su potencial, de modo que, si se cumplen esas condiciones, no serán necesarias políticas fiscales y monetarias expansivas para salir de una recesión.

En el otro extremo, se considera que la estabilidad es necesaria, pero no suficiente, de modo que el sector público debe adoptar políticas activas para mantener el pleno empleo y el crecimiento del nivel de vida; un déficit elevado puede ser algo inevitable en una crisis y, si la existencia de la moneda única supone un freno a la capacidad de los estados de llevar a cabo las políticas estabilizadoras con éxito, será necesario algún tipo de solidaridad entre países, mediante intervenciones agresivas del BCE, una mayor permisividad en el cumplimiento de las condiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la instauración de un seguro de desempleo europeo, la emisión de Eurobonos o la existencia de un Tesoro europeo que permita llevar a cabo transferencias

entre países, a favor de aquellos especialmente afectados por la recesión y el desempleo.

3. *Dificultades de funcionamiento.* En la crisis se puso de manifiesto también que los procesos de toma de decisiones en la UEM fueron, a menudo, lentos e ineficaces, y las decisiones que se tomaron fueron parciales, contradictorias y tardías (por ejemplo, en las negociaciones sobre la deuda griega). Los países que participaban en las negociaciones incurrieron a veces en conflictos de intereses, porque se preocupaban de la protección de sus bancos, poseedores de carteras importantes de deuda griega, o de evitar tener que dedicar recursos públicos al salvamento del gobierno y de los bancos de Grecia y de otros países, más allá de lo que fuese bueno para la UEM.

### **Conclusión: ¿Qué queda por hacer?**

El balance de la década que siguió al estallido de la crisis tiene luces y sombras –y el BCE es el protagonista de unas y de otras, como veremos en los capítulos 5 y 6. Una impresión que nos parece generalizada entre los economistas es que la UEM ha avanzado considerablemente en el diseño y puesta en práctica de una Eurozona más sólida, preparada para nuevos percances y más experimentada, y que el BCE ha tenido un papel muy importante en esta tarea (capítulo 6). Pero queda mucho por hacer todavía. En lo que sigue presentamos brevemente las etapas que, para muchos expertos, son necesarias para asegurar la continuidad de la UEM:

- Completar el rediseño del BCE como un prestamista de última instancia, con nuevas funciones de supervisión y vigilancia de las instituciones financieras, compartidas con otras instancias; con el arsenal de nuevos instrumentos necesario para hacer frente a posibles crisis futuras (ver capítulo 6), desarrollando los instrumentos de política monetaria y macroprudencial (ver capítulo 5) y con la independencia mencionada en el capítulo 3, pero prestando particular atención a la transparencia y

rendición de cuentas, que garantizan su legitimidad, no solo según los Tratados, sino, sobre todo, ante la opinión pública.

- Completar la Unión Bancaria (UB), que reordene las responsabilidades de control y supervisión bancaria<sup>42</sup>. La UB se basa en tres instituciones, regidas por un marco común de regulación financiera (*single rulebook*): 1) un Mecanismo Único de Supervisión (*Single Supervisory Mechanism*), formado por el BCE y las autoridades nacionales, que entró en vigor el 4 de noviembre de 2014; 2) un Mecanismo Único de Resolución (*Single Resolution Mechanism*), activo desde el 1 de enero de 2016, con una Junta Única de Resolución y un Fondo Único de Resolución, también en marcha, y 3) un Sistema integrado de Garantía de Depósitos aplicable a todos los bancos de la UEM, todavía pendiente de creación (como se verá en el capítulo 6).

La decisión más importante de la UB es, probablemente, la ruptura del círculo vicioso creado entre los bancos y la deuda soberana. Esto puede llevarse a cabo desde el lado de la deuda, es decir, la Unión Fiscal (UF), o desde el bancario, rompiendo el sesgo de la banca hacia el gobierno del país. Otros puntos importantes de la UB son la suficiencia de los fondos de estabilización y/o la existencia de un respaldo (*backstop*) fiscal.

- Poner en práctica una Unión Fiscal (UF), que incluiría: 1) una revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que supere el enfoque parcial que ha tenido hasta ahora, centrado en la sostenibilidad de la deuda y el déficit excesivo. En el futuro, debe contener reglas claras y procesos determinados para garantizar la disciplina fiscal, actuando con firmeza para que todos los países cumplan las condiciones de estabilidad fiscal, y con flexibilidad para adaptarse a nuevas situaciones conflictivas; 2) la posibilidad de llevar a cabo transferencias estabilizadoras, lo que exigiría 3) un Presupuesto europeo con más fondos de los ahora previstos (ver

---

<sup>42</sup> Hay también un proyecto para una futura Unión de Mercados de Capitales, dirigida a dar unidad a los fragmentados mercados de capitales, no solo en la eurozona, sino en todo el ámbito de la UE.

capítulo 1) y 4) la autorización para llevar a cabo esas transferencias, lo que supondría la existencia de un Tesoro europeo y/o de un Ministro de Hacienda de la Eurozona; 5) la posibilidad de crear algún tipo de deuda europea, los Eurobonos, con garantía de todos los países de la UEM, y 6) alguna forma de mutualización de parte de la deuda de los países, para compartir los riesgos, más, probablemente, 7) un refuerzo institucional, como un Consejo Europeo de Política Fiscal independiente.

En definitiva, la UF vendría a ser una gran cámara de compensación para compartir riesgos; esa función respaldaría a la UB, al Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM) e incluso a un posible Fondo Monetario Europeo (FME), que sería a la vez un medio para romper el lazo de la deuda soberana con los bancos, y un instrumento para resolver ordenadamente las crisis de insolvencia. Pero según cómo se interprete ese mecanismo creado para compartir riesgos, puede verse también como una gran máquina de redistribución de recursos: esto explica las reticencias de muchos expertos y políticos acerca de los proyectos de una UF completa, que otros ven como absolutamente necesaria, si se quiere que la UEM tenga todos los recursos necesarios para hacer frente a futuras crisis.

- La última etapa sería llegar a una Unión Política que garantizase la sostenibilidad de la UB y de la UF.

Jean Monnet, uno de los padres de la Europa de la posguerra, escribió en sus Memorias: “Siempre pensé que Europa se haría entre crisis y que sería la suma de las soluciones que diéramos a esas crisis” (1985, 410). Esta frase es una llamada al optimismo –la Europa de la UE se ha hecho a golpe de crisis–, pero también al realismo –la Europa que ha salido de esas batallas no es la que elaboraron en su mente los líderes políticos o los expertos y, por tanto, tiene incoherencias y limitaciones, cuyas consecuencias se aprecian sobre todo en los momentos difíciles. Ya hemos dado unas cuantas razones para ello:

- La existencia de distintas visiones de lo que debería ser la Unión Europea, y sus posibles combinaciones (en la medida en que sean coherentes y sostenibles).

- El conflicto (que, previsiblemente, será permanente) entre la soberanía nacional y la cesión de soberanía en organizaciones supranacionales, que es clave en la Unión Fiscal, pero que no es admitida por muchos expertos, políticos y ciudadanos.
- El reparto de poderes dentro de esos organismos supranacionales, Comisión, Consejo y Parlamento, pero también un BCE independiente y unos mecanismos de estabilización que se salen, de alguna manera, del reparto de poderes establecido en los Tratados; las diferencias de poder relativo de los países grandes y pequeños; el derecho de veto en las decisiones que requieren unanimidad y al reparto de poder entre países, grandes frente a pequeños, del centro frente a los de la periferia, partidarios de la Responsabilidad y partidarios de la Solidaridad; el conflicto entre una Europa democrática y ‘Bruselas’, entendido como un centro de poder elitista y centralista (King 2016), etc.
- La posibilidad de encontrar soluciones intermedias, en casos de bloqueo: por ejemplo, una combinación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM) y las Operaciones Monetarias de Compraventa (*Outright Monetary Transactions*) del BCE (capítulo 5), en lugar de un Tesoro único.
- Las actitudes de los ciudadanos, que cambian de un lugar a otro y a lo largo del tiempo: populismos, nacionalismos y sentimientos antieuropeos; desacuerdos sobre temas ajenos a la UEM, pero muy importantes, como políticas de inmigración, participación en la defensa europea, relaciones con Estados Unidos, Rusia y China, papel de la UE en el Mediterráneo y en África, etc.

La UE fue un proyecto importantísimo para Europa. La UEM ha sido otro proyecto de gran importancia. Como todo proyecto humano, ambas han conocido periodos de prosperidad y otros de estancamiento. El futuro no está escrito: lo hacemos todos, cada día.

## Referencias

- Alesina, A. y S. Ardagna (2010), “Large changes in fiscal policy: Taxes versus expending”, en J.R. Brown (ed.), *Tax Policy in the Economy*. Chicago: University of Chicago Press, 35-68 (original publicado por el NBER, WP15438, octubre 2009).
- Alesina, A., O. Barbiero, C. Favero, F. Giavazzi y M. Paradisi (2015), “Austerity in 2009-2013”, *Economic Policy*, 30(83), 383-437.
- Alesina, A., C. Favero y F. Giavazzi (2019), *Austerity: When It Works and When It Doesn't*. Princeton: Princeton University Press.
- Analistas Financieros Internacionales (2009), *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*. Madrid: Editorial Ceca.
- Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*. New York: Scribner, Armstrong & Co, 1ª ed.
- Baldwin, R. et al (2015), “Rebooting the Eurozone: Step I – Agreeing a crisis narrative”, CEPR Policy Insight No. 85.
- Baldwin, R. y F. Giavazzi, eds.(2015), *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*. VoxEU.
- Ball, L. (2018), *The Fed and Lehman Brothers: Setting the Record Straight on a Financial Disaster*. New York: Cambridge University Press.
- Banco de España (2017), *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*. Madrid: Banco de España.
- Bechtel, M.M., J. Hainmueller y Y. Margalit (2014), “Preferences for international redistribution: The divide over the Eurozone bailouts”, *American Journal of Political Science*, 58, 835-856.
- Brunnermeier, M., H. James y J-P. Landau (2017), *El euro y la batalla de las ideas*. Deusto, Barcelona.
- Cercle d’Economia (2012), *Les crisis d’Europa*. Barcelona: Cercle d’Economia.

- Copelovitch, M., J. Frieden y S. Walter (2016), “The political economy of the Euro crisis”, *Comparative Political Studies*, 49(7), 811-840.
- Daianu, D., G. Basevi, C. D’Adda y R. Kumar, eds. (2014), *The Eurozone Crisis and the Future of Europe. The Political Economy of Further Integration and Governance*. Palgrave-Macmillan.
- De la Dehesa, G. (2009), *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, respuestas y remedios*. Barcelona: Alianza Editorial.
- Della Posta, P. y L.S. Talani, eds. (2011), *Europe and the Financial Crisis*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- De Grauwe, P. y Y. Ji (2018), “Core-periphery relations in the Eurozone”, *The Economists’ Voice*, nº 20180027. Preparado para la Conferencia “The future of central banking. An ECB colloquium held in honour of Vitor Constancio”, Frankfurt, 16-17 de mayo de 2018.
- Encinas, C., ed. (2015), *La crisis del euro y su impacto en la economía y en la sociedad*. Barcelona: Editorial Universidad de Barcelona.
- Fleming, M. (1962), “Domestic financial policies under fixed and flexible exchange rates”, *IMF Staff Papers*, 9, 369-379.
- Frieden, J. y S. Walter (2017), “Understanding the political economy of the Eurozone crisis”, *Annual Review of Political Science*, 20(1), 371-390.
- Fracasso, A. (2018), “Solidarity and responsibility in the Euro Area: Foes or friends”, *The Economists’ Voice*, No. 20180024.
- Gorton, G.B. (2010), *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*. New York: Oxford University Press.
- Gorton, G.B. (2012), *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don’t See Them Coming*. New York: Oxford University Press.
- Gorton, G.B. (2018), “Financial crises”, *Annual Review of Financial Economics*, 10, 43-58.

- Haldane A. (2013) “Rethinking the financial network”, en S. Jansen, E. Schröter y N. Stehr, eds. *Fragile Stabilität – stabile Fragilität*. Schriften der Zeppelin Universität, Wiesbaden: Springer.
- Honkapohja, S. (2013), “The Euro Crisis: A View from the North”, Bank of Finland Research, *Discussion Paper* No. 12/2013.
- King, M. (2016), *The End of Alchemy: Money, Banking and the Future of the Global Economy*. New York: W.W. Norton & Company.
- Mian, A. y A. Sufi (2015), *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession and How We Can Prevent it from Happening Again*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Minenna, M. (2016), *The Incomplete Currency: The Future of the Euro and the Solutions for the Eurozone*. Wiley.
- Monnet, J. (1985), *Memorias*. Madrid: Siglo XXI.
- Mundell, R.A. (1961), “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 51(4), 657-665.
- Mundell, R.A. (1973), “A plan for a European currency”, en H.G. Johnson y A.K. Swoboda, eds., *The Economics of Common Currencies*. Londres: Allen and Unwin, 143-172.
- Oliver, J. (2017), *La crisis económica en España*. Madrid: RBA Libros.
- Orphanides, A. (2015), “The Euro Area crisis five years after the original sin”, *Credit and Capital Markets*, 48(4), 535-565.
- Paulson, H. (2010), *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*. New York: Hachettet Book Group.
- Pezzuto, I. (2013), *Predictable and Avoidable*. Farnham: Gower.
- Razin, A. y S. Rosefelde (2012), “Political-economic origins of the recent Euro-crisis: A tale of a politically-failing single-currency area”, *Israel Economic Review*, 10(1), 125-138.

Reinhart, C.M. y R.S. Rogoff (2009), *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.

Sinn, H-W. (2011), “The ECB’s stealth bailout”, VoxEu, 1 de junio.

Tett, G. (2009), *Fool’s Gold. How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*. Londres: Little Brown.

Torrero, A. (2008), *La crisis financiera internacional y económica española*. Madrid: Encuentro.

Warlouzet, L. (2019), “The EEC/EU as an evolving compromise between French dirigisme and German Ordoliberalism (1957-1995)”, *Journal of Common Market Studies*, 57(1), 77-93.

## CAPÍTULO 5

### LA ACTUACIÓN DEL BCE DURANTE LA GRAN RECESIÓN: EVOLUCIÓN Y CAMBIOS EN LA POLÍTICA MONETARIA

Excmo. Dr. Antoni Castells Oliveres  
*Académico de Número*

#### **Introducción**

Como se ha explicado en capítulos anteriores, durante las décadas previas a la Gran Recesión y la crisis financiera el instrumento fundamental empleado por los bancos centrales para la implementación de la política monetaria fue el tipo de interés a corto plazo, desplazando a otros instrumentos muy utilizados en el pasado, como las disponibilidades líquidas o los activos líquidos en manos del público (ALP), magnitudes vinculadas directamente a la oferta monetaria. Por su parte, éstos han pasado a ser considerados más bien como objetivos intermedios, instrumentales, para alcanzar el objetivo primordial perseguido por la política monetaria: la estabilidad de precios y, en algunos países, también el empleo<sup>1</sup> (véase el Capítulo 2).

---

<sup>1</sup> Recordemos que, como se trata con más extensión en los Capítulos 2 y 3, hasta los años ochenta, el objetivo inmediato sobre el que pretendía incidir directamente la política monetaria no era tanto el tipo de interés de mercado a corto plazo como la oferta monetaria (disponibilidades líquidas, en sus distintas versiones), a partir del supuesto de que existe una fuerte correlación entre esta variable y la inflación. Los bancos centrales determinaban la base monetaria y ésta, a través del multiplicador, la oferta monetaria. Este planteamiento se basaba en la hipótesis de que existía una gran estabilidad en el valor del multiplicador. Sin embargo, el desarrollo y la creciente complejidad de los mercados financieros plantearon cada vez más serias dudas sobre la validez de este enfoque y en las últimas décadas el tipo de interés a corto plazo se ha convertido en el instrumento por excelencia de la política monetaria. Como ya se ha señalado, esto no significa que las disponibilidades líquidas no sean consideradas también un objetivo intermedio muy importante. La prueba de ello es que durante un largo período de tiempo (del 2000 al 2008) el procedimiento utilizado por el BCE para determinar el tipo de interés a corto plazo fue el de la subasta de una cantidad fija de dinero, lo que parece indicar claramente que pretendía también incidir directamente, a través de esta cantidad fija, en el volumen agregado de las disponibilidades líquidas.

También en la zona euro, donde la adopción de la moneda única y la creación del Banco Central Europeo (BCE) tuvieron lugar cuando esta norma era ya la doctrina imperante en política monetaria, se estableció que el objetivo de esta es el control de la inflación (cercana, pero por debajo, del 2% anual) y el instrumento empleado para alcanzarlo el tipo de interés. Esta opción se fundamenta esencialmente en dos supuestos.

El primero es que los tipos de interés establecidos por el BCE se transmiten al conjunto de la economía de los distintos países de la zona euro. Es decir, las modificaciones acordadas por el Consejo de Gobierno del BCE se transmiten, en primer lugar, a los tipos de interés a corto plazo del mercado interbancario y, después, se van replicando, en cascada, hasta llegar a los clientes de activo y de pasivo de las entidades bancarias de cada uno de los países de la zona euro. El segundo supuesto es que los tipos de interés a los que los bancos prestan los créditos o retribuyen los depósitos son el mecanismo más apropiado para incidir de forma eficaz en la economía real, es decir, para estimular o deprimir la actividad económica (el consumo y la inversión), según cual sea la fase del ciclo (vid. Capítulo 3).

La actuación del BCE se atuvo escrupulosamente a esta lógica durante los años previos a la Gran Recesión, y lo mismo sucedió también en los primeros meses de la misma. De manera que podemos afirmar que, en una primera etapa, que en sentido estricto se extiende hasta el mes de mayo de 2009 y de hecho hasta noviembre de 2011, el BCE no recurrió de forma significativa a otros instrumentos distintos al tipo de interés para hacer frente a los problemas originados por la crisis financiera y la Gran Recesión.

Sin embargo, desde mayo de 2009<sup>2</sup> se empezaron a aplicar medidas de política monetaria no convencionales de naturaleza y características diversas, tendentes en general a actuar directamente sobre la liquidez del conjunto del sistema. Estas medidas se fueron introduciendo al principio de forma puntual

---

2 En puridad ya en octubre de 2008, tras la caída de Lehman Brothers, se adoptaron algunas medidas distintas de las habituales.

y más bien esporádica y, a partir de un momento, que cabría situar en el inicio de la presidencia de Mario Draghi en noviembre de 2011, su aplicación tuvo un carácter masivo y permanente y parece responder a una clara orientación estratégica.

Con la perspectiva que dan los doce años transcurridos desde el inicio de la Gran Recesión, en agosto de 2007, y los casi once desde la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, cabe afirmar que la crisis ha conducido, sin duda, a una modificación de fondo, a una verdadera mutación, del perímetro de actuación y de los instrumentos empleados por el BCE en la orientación y la gestión de la política monetaria.

A ello han contribuido de forma poderosa tres factores fundamentales: la profundidad y las características específicas de la crisis en la zona euro (y en especial, la crisis de la deuda soberana de los países periféricos y la fragmentación del mercado financiero); las limitaciones de la política monetaria cuando los tipos de interés se hallan en zonas próximas a cero (el denominado ‘Zero Lower Bound, ZLB, o ‘Effective Lower Bound’, ELB); y el hecho de que el BCE fuera el único actor de política económica realmente existente a nivel de la zona euro, lo cual condujo en ocasiones a que no tuviera más remedio que actuar en dominios que se situaban en la frontera de sus estrictas responsabilidades estatutarias, según éstas aparecen definidas en los tratados.

Este capítulo tiene el propósito de analizar la actuación del BCE a lo largo de la Gran Recesión y la crisis financiera. Para ello, vamos a tratar de examinar las medidas que ha ido adoptando, situándolas en el contexto de la evolución de la crisis en la zona euro y poniéndolas en conexión con los principales episodios que han caracterizado la evolución de la situación económica y financiera, a la que ya se ha hecho referencia en el Capítulo 4. Tras este apartado introductorio, en el segundo se realiza un examen descriptivo de los principales instrumentos empleados por el BCE a lo largo de este período y el marco en el que éstos se sitúan: el instrumento clásico, los tipos de interés a corto plazo; y los instrumentos no convencionales, a los que la autoridad monetaria se vio obligada a recurrir a partir de un cierto momento. El tercer

apartado analiza las distintas medidas de política monetaria adoptadas en el contexto de la evolución de la crisis y formula una aproximación interpretativa de los distintos períodos en que cabría subdividir la política monetaria aplicada por el BCE. Finalmente, el cuarto apartado está dedicado a destacar las principales conclusiones.

## **Los instrumentos de política monetaria utilizados por el BCE durante la crisis**

### *El marco de actuación del BCE*

Como se acaba de señalar, el objetivo (el ‘mandate’) atribuido al BCE es la estabilidad de precios, y el instrumento para alcanzarlo, el tipo de interés a corto plazo. El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece con claridad este objetivo, aunque no lo cuantifica. En 1998, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo acordó que “la estabilidad de precios es definida como un incremento anual del índice de precios al consumo armonizado de la zona por debajo del 2%” y posteriormente, en 2003, clarificó que ello significaba un objetivo de inflación “por debajo, pero cercano, al 2% a medio plazo”<sup>3</sup> (Capítulo 3).

El instrumento utilizado por el BCE para la obtención de este objetivo es, según se ha señalado, el tipo de interés a corto plazo<sup>4</sup>. Hasta el estallido de la Gran Recesión, el objetivo del BCE era la media ponderada de los tipos de interés de todas las operaciones de préstamo día a día efectuadas en los mercados interbancarios de la zona euro, denominado EONIA por sus siglas en inglés (‘Euro Overnight Index Average’). Esta opción se basaba en el supuesto convencional de política monetaria de que la fijación de los tipos de

---

3 Vid. ECB (a): 1.

4 El órgano del BCE responsable de adoptar las decisiones de política monetaria es el Consejo de Gobierno, que suele reunirse cada mes y medio. El año 2018, por ejemplo, lo hizo en ocho ocasiones. Vid. ECB (2018a).

interés a corto plazo acaba siendo decisiva (vía curva de rendimientos) en la determinación de los tipos a medio y largo plazo, que son los relevantes para la economía real<sup>5</sup>. Como se explica más detalladamente en el Capítulo 3, en el período anterior a la Gran Recesión, el BCE utilizó fundamentalmente tres tipos de interés clave para controlar el EONIA, es decir, el tipo de interés de mercado a corto plazo:

- i) Tipo de interés sobre las operaciones principales de financiación (MRO, por ‘Main Refinancing Operations’, y LTRO, por ‘Long Term Refinancing Operations’), que son las que proporcionan el grueso de la liquidez que necesita el sistema bancario. Las primeras, MRO’s, eran operaciones que permitían inyectar liquidez con frecuencia y vencimiento semanal y las segundas, LTRO’s, operaciones realizadas mensualmente para proporcionar crédito a tres meses, siempre mediante la aportación de garantías (que debían tener la calidad que determinara el banco central). El BCE podía realizar la oferta de crédito o bien mediante un sistema de subasta o bien mediante un sistema de tipo fijo. Aunque en sus muy primeros inicios (desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de junio de 2000), empleó este último procedimiento, el sistema utilizado normalmente hasta la crisis había sido invariablemente el de subastar una cantidad fija de dinero. Sin embargo, cuando estalló la Gran Recesión, una de las primeras medidas adoptadas (15 de octubre de 2008) consistió, precisamente, en reestablecer el sistema de tipo de interés fijo y sin límite de financiación, procedimiento que ha seguido vigente desde entonces.
- ii) Tipo de interés sobre las facilidades marginales de crédito (MLF, por ‘Marginal Lending Facilities’). Se trataba también de operaciones de activo, en forma de créditos a un día y servían para proporcionar las cantidades adicionales que necesitaban las entidades financieras, por encima de las que les proporcionaba el procedimiento anterior. Durante el período anterior a la crisis este tipo de interés había sido prácti-

---

5 Claey's-Demertzis (2017: 3). Rennison-Wigglesworth (2018) ofrecen una breve explicación breve y asequible de qué es y cómo funciona la curva de rendimientos.

camente siempre superior en un punto al aplicado a las MRO. Obviamente, a partir del momento en que el BCE decidió ofrecer cantidades ilimitadas de financiación para estas últimas operaciones, la importancia de este tipo de facilidad disminuyó de manera muy apreciable.

- iii) Tipo de interés sobre los depósitos realizados por el sistema bancario en el BCE (DF, por ‘Deposit Facility’). Se trata del tipo de interés al que se retribuyen los depósitos mantenidos por el sistema bancario en el BCE. En este caso, pues, a diferencia de las anteriores, son operaciones que figuran de pasivo del BCE.

Para controlar el tipo de interés a corto plazo de mercado, además de estos tres tipos de interés, el BCE utiliza el coeficiente de caja, definido como el porcentaje que suponen las reservas obligatorias de los bancos en forma de efectivo en caja y depósitos en el banco central, sobre los depósitos de clientes y pasivos bancarios a un plazo inferior a dos años<sup>6</sup>.

Los tres tipos de interés a los que nos hemos referido constituyen los tipos ‘clave’, de acuerdo con la terminología empleada por el BCE. Evidentemente, existe una estrecha interconexión entre ellos, y las modificaciones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE solían afectar a los tres en la misma dirección. En general, el tipo de interés de la facilidad de depósito acostumbraba a estar un punto por debajo del tipo aplicado a las operaciones principales de financiación (que utilizaremos como tipo de referencia) y el de las facilidades marginales de crédito un punto por encima. Aunque a partir de 2013, en que el tipo de las MRO se empezó a situar en zonas muy cercanas a cero, estos diferenciales, como es lógico, se fueron estrechando apreciablemente.

En los siguientes dos sub-apartados se describen los instrumentos empleados por el BCE durante la Gran Recesión. En primer lugar, el instrumento convencional por excelencia, los tipos de interés a corto plazo, cuyas características básicas se acaban de explicar. En segundo lugar, las medidas no

---

6 Claeys-Demertzis (2017: 3).

convencionales que tuvo que ir adoptando el BCE a medida que la crisis se iba agravando y, agotado su recorrido, los tipos de interés dejaban de ser un instrumento operativo. Este apartado realiza un examen estrictamente descriptivo de ambos tipos de instrumentos, mientras que en el tercer apartado se lleva a cabo una valoración más interpretativa de las distintas fases de la política monetaria, y es en este contexto, lógicamente, cuando adquiere todo su sentido el papel desempeñado por estos instrumentos.

### *El instrumento clásico: los tipos de interés*

#### 1) Unos comentarios generales

Como se ha indicado, el instrumento utilizado por el BCE para implementar la política monetaria de la zona euro, desde su creación (uno de enero de 1999) hasta el estallido de la Gran Recesión (octubre de 2008) fueron en exclusiva los tipos de interés, que se iban modificando según aconsejaba la situación cíclica de la economía de la zona euro. El Tabla 5.1 y los Gráficos 5.1 (A y B) muestran su evolución durante este período en la zona euro, y el Gráfico 5.2 en las principales áreas monetarias.

**Tabla 5.1 - Tipos de interés básicos del BCE**

(Interest rate levels in percentages per annum)

Date	Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility	
		Fixed rate tender Fixed rate	Variable rate tenders Minimum bid rate		
<b>With effect from</b>					
2016	16 Mar.	-0.40	0.00	-	0.25
2015	9 Dec.	-0.30	0.05	-	0.30
2014	10 Sep.	-0.20	0.05	-	0.30
	11 Jun.	-0.10	0.15	-	0.40
2013	13 Nov.	0.00	0.25	-	0.75
	8 May.	0.00	0.50	-	1.00
2012	11 Jul.	0.00	0.75	-	1.50
2011	14 Dec.	0.25	1.00	-	1.75
	9 Nov.	0.50	1.25	-	2.00
	13 Jul.	0.75	1.50	-	2.25

*Cont...*

CAPÍTULO 5

	13 Apr.	0.50	1.25	-	2.00
2009	13 May	0.25	1.00	-	1.75
	8 Apr.	0.25	1.25	-	2.25
	11 Mar.	0.50	1.50	-	2.50
	21 Jan.	1.00	2.00	-	3.00
2008	10 Dec.	2.00	2.50	-	3.00
	12 Nov.	2.75	3.25	-	3.75
	15 Oct. <sup>4</sup>	3.25	3.75	-	4.25
	9 Oct. <sup>3</sup>	3.25	-	-	4.25
	8 Oct.	2.75	-	-	4.75
	9 Jul.	3.25	-	4.25	5.25
2007	13 Jun.	3.00	-	4.00	5.00
	14 Mar.	2.75	-	3.75	4.75
2006	13 Dec.	2.50	-	3.50	4.50
	11 Oct.	2.25	-	3.25	4.25
	9 Aug.	2.00	-	3.00	4.00
	15 Jun.	1.75	-	2.75	3.75
	8 Mar.	1.50	-	2.50	3.50
2005	6 Dec.	1.25	-	2.25	3.25
2003	6 Jun.	1.00	-	2.00	3.00
	7 Mar.	1.50	-	2.50	3.50
2002	6 Dec.	1.75	-	2.75	3.75
2001	9 Nov.	2.25	-	3.25	4.25
	18 Sep.	2.75	-	3.75	4.75
	31 Aug.	3.25	-	4.25	5.25
	11 May	3.50	-	4.50	5.50
2000	6 Oct.	3.75	-	4.75	5.75
	1 Sept.	3.50	-	4.50	5.50
	28 Jun. <sup>2</sup>	3.25	-	4.25	5.25
	9 Jun.	3.25	4.25	-	5.25
	28 Apr.	2.75	3.75	-	4.75
	17 Mar.	2.50	3.50	-	4.50
	4 Feb.	2.25	3.25	-	4.25
1999	5 Nov.	2.00	3.00	-	4.00
	9 Apr.	1.50	2.50	-	3.50
	22 Jan.	2.00	3.00	-	4.50
	4 Jan. <sup>1</sup>	2.75	3.00	-	3.25
	1 Jan.	2.00	3.00	-	4.50

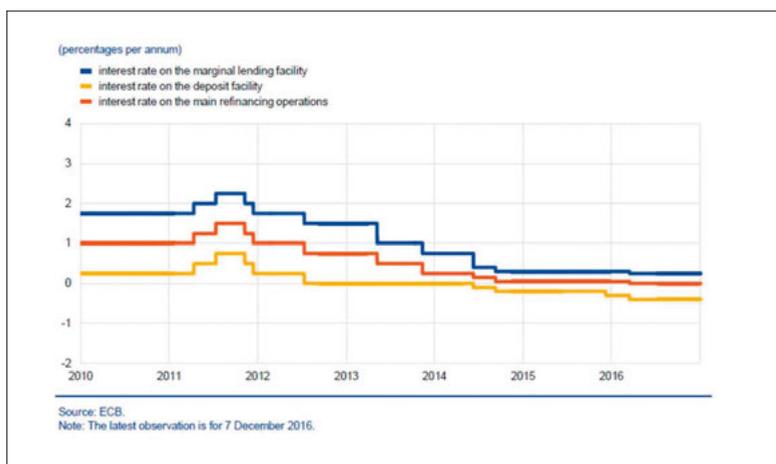
Prior to 10 March 2004, charges to the interest rate for main refinancing operations were, as a rule, effective as of the first operation following the date indicated, unless stated otherwise. The charge on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 onwards, the date refers both to the deposit and marginal lending facilities and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated

LA ACTUACIÓN DEL BCE DURANTE LA GRAN RECESIÓN: EVOLUCIÓN Y CAMBIOS  
EN LA POLÍTICA MONETARIA

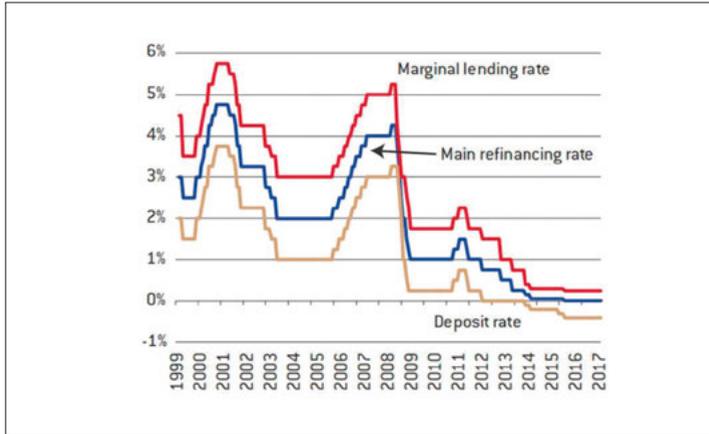
1. On 22 December 1998 the ECB announced (Link to: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981222.en.html>) that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new regime by market participants.
2. On June 2000 the ECB announced (Link to: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2000/html/pr000608.en.html>) that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
3. As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations.
4. On 8 October 2008 the ECB announced (Link to: [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.en.html)) that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed-rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as a variable rate tenders.

Copyright 2017, European Central Bank

**Gráfico 5.1(A) - Tipos de interés básicos del BCE**

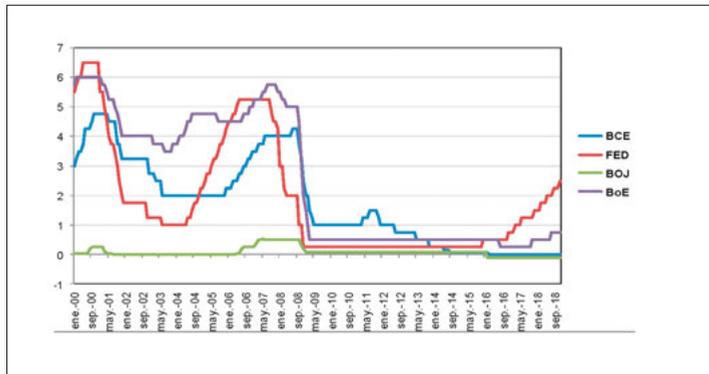


**Gráfico 5.1(B) - Tipos de interés básicos del BCE**



Fuente: ECB via Bloomberg  
 Reproducido de Claeys-Demertzis (2017:4), Figure 1 (Panel A).

**Gráfico 5.2 - Evolución del tipo de interés en las principales áreas monetarias (en %)**



Fuente: Banco de España.

Antes de examinar con un cierto detalle las medidas adoptadas por el BCE desde que se desató la Gran Recesión, es conveniente subrayar dos aspectos respecto al período anterior; es decir, durante un período, en principio de bonanza, que se extiende de 1999 a 2008. El primero es que el BCE adopta sus decisiones en función del comportamiento del conjunto de las economías de la zona euro. Esto no plantearía mayores problemas si existiera un acoplamiento cíclico perfecto entre todas ellas, pero sabemos que esto no ocurre, y que los desajustes en la posición cíclica entre estos países son mucho mayores de los que existen entre los territorios de un mismo país (entre los estados de Estados Unidos, por ejemplo). Esto significa que los tipos de interés adoptados han sido necesariamente procíclicos para unos y para otros: para los países que atravesaban por una fase expansiva por encima de la media, por ejemplo, España (puesto que los tipos eran inferiores a los necesarios para desacelerar la economía) y para los que se hallaban en una situación relativamente deprimida, por ejemplo, Alemania (que hubiera necesitado tipos más reducidos para estimular su economía).

El segundo comentario es que, tal vez por esta razón, durante este período precrisis, el BCE fue aparentemente menos activista en el empleo de los tipos de interés de lo que lo fue la Reserva Federal (FED) en los Estados Unidos. El Gráfico 5.2 permite observar como ésta última intervino más frecuentemente y de una forma más drástica de lo que lo hizo el BCE, tanto en las modificaciones al alza como a la baja. La curva que refleja la evolución de los tipos de interés en la eurozona discurre, como puede comprobarse en el Gráfico 5.2, en una zona intermedia entre los puntos máximos y mínimos que describe la correspondiente a Estados Unidos y, por otra parte, el Tabla 5.1 permite comprobar que las intervenciones del BCE son, en general, relativamente más espaciadas en el tiempo.

## 2) Las decisiones sobre tipos de interés adoptadas por el BCE durante la Gran Recesión: un examen descriptivo

Las decisiones sobre tipos de interés adoptadas por el BCE durante los meses inmediatamente anteriores y durante la Gran Recesión pueden clasifi-

carse en cinco grandes fases. Estas fases se corresponden con los siete períodos en que se descompone el análisis que se efectúa en el tercer apartado sobre la política monetaria, aunque en este último caso la perspectiva es más amplia y los límites temporales empleados no son, como es natural, los mismos. En el presente sub-apartado estos límites vienen marcados por las fechas en las que el Consejo de Gobierno del BCE adoptó las correspondientes decisiones modificando los tipos de interés, mientras que en el tercer apartado responden a las distintas fases en que podemos dividir la política monetaria desplegada por el BCE para hacer frente a la Gran Recesión en la zona euro.

i) *Meses anteriores a julio de 2008: aumento sostenido de tipos*

El primer período comprende desde los meses inmediatamente anteriores a la Gran Recesión hasta julio de 2008 (concretamente, hasta el 9 de julio de 2008). Se caracteriza todavía por una política de subidas de los tipos de interés, siguiendo la inercia del largo período precrisis anterior (Gráficos 5.1 y Tabla 5.1). Como puede apreciarse en la tabla, los tipos de interés se mantuvieron congelados durante dos años y medio, entre junio de 2003 y diciembre de 2005 (en el 2% el correspondiente a las MRO)<sup>7</sup>. Luego fueron aumentando sin interrupción desde esta fecha (en concreto, desde el 6 de diciembre de 2005, en que se situaron en el 2,25%) hasta el 9 de julio de 2008, que alcanzaron el 4,25%. Si consideramos, como se acepta convencionalmente, que la crisis empezó el 9 de agosto de 2007, con el *crack* de las hipotecas *sub-prime* en Wall Street, podemos comprobar que el BCE mantuvo invariados los tipos durante más de un año, para luego adoptar la sorprendente decisión de subirlos en julio de 2008, cuando ya era evidente que se entraba en un período recesivo, aunque es cierto que no se podía vislumbrar su gravedad, y cuando la FED ya había emprendido una decidida política de reducción de los tipos de interés (Gráfico 5.2).

---

<sup>7</sup> Siempre referido a las MRO. A partir de ahora, si no se dice lo contrario, nos referimos a estas operaciones.

ii) *Julio de 2008-mayo de 2009: disminución pronunciada de tipos*

Como se acaba de señalar, en julio de 2008, el BCE situó el tipo de interés aplicado a las MRO en el 4,25%. Hasta el 15 de octubre permaneció inalterado<sup>8</sup>, y a partir de esta fecha el BCE emprendió una política de reducción drástica de 3,25 puntos en siete meses, hasta situarlo en el 1% el 13 de mayo de 2009. Como puede comprobarse en el Gráfico 5.2, la FED y los bancos centrales de las principales zonas monetarias siguieron una política similar. Es el período en que se adoptaron de forma muy clara y determinada contundentes políticas contra-cíclicas (tanto monetarias como fiscales) en todo el mundo.

iii) *Mayo de 2009-abril de 2011: tipos inalterados*

El BCE mantuvo inalterado el tipo en el 1%, por un largo período de veintitrés meses, hasta el 13 de abril de 2011. Parece claro que la autoridad monetaria consideró que la reducción efectuada hasta entonces era ya muy significativa y que se había alcanzado un punto mínimo que no era aconsejable rebasar. Se trata, como después se demostró cuando el tipo de redujo a cero, de una consideración discutible. La FED también mantuvo inalterado el tipo de interés, pero fue después de dejarlo en su nivel mínimo a lo largo de todo este tiempo (0,25%).

iv) *Abril-julio de 2011: aumento de los tipos*

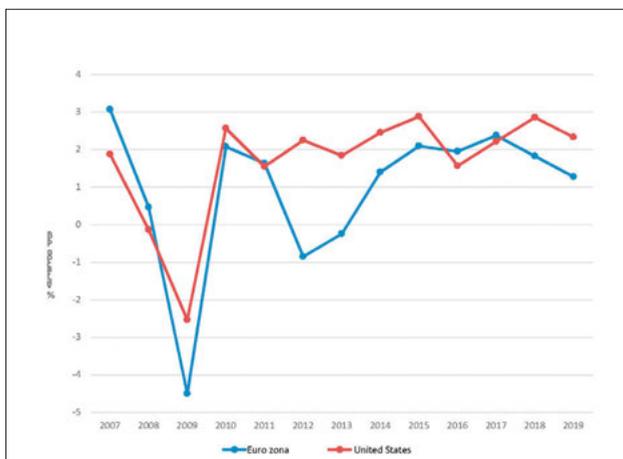
Después de permanecer inalterado, como se acaba de señalar, durante veintitrés meses, el 13 de abril de 2011 el BCE decidió volver a actuar, para incrementar el tipo del 1,00% al 1,25% y tres meses después, el 13 de julio, volvió a intervenir de nuevo, para situarlo ahora en el 1,50%. Este aumento constituye, tal vez, la decisión más controvertida y criticada de las adoptadas por el BCE a lo largo de la Gran Recesión. La economía

---

8 Si bien hay que señalar que en la semana anterior al 15 de octubre ya se modificaron los tipos aplicados a las facilidades de depósito y a las facilidades marginales de crédito.

de la eurozona atravesaba entonces una situación muy negativa, en medio de la ‘double dip’ y en pleno ciclo recesivo (Gráfico 5.3) y esta medida tuvo un carácter marcadamente pro-cíclico que contribuyó a empeorar la situación.

**Gráfico 5.3 - Variación del PIB en la Euro zona y Estados Unidos (2007-2019)**



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

v) *Julio de 2011-Marzo de 2016: reducción del tipo hasta el 0%*

El 9 de noviembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir el tipo 25 puntos básicos, situándolo en el 1,25% y en la sesión de 14 de diciembre lo volvió a reducir por una igual cuantía, hasta el 1% en el que se había mantenido durante veintitrés meses, hasta que se aumentó en abril de 2011. Posteriormente, aunque a un ritmo más espaciado (Tabla 5.1), continuó aplicando una política clara y decidida de reducción de tipos, hasta situarlo en el 0% el 16 de marzo de 2016, nivel en el que se ha mantenido desde entonces. Los tipos aplicados a la facilidad de depósito (siempre por debajo, como se ha subrayado, de los aplicados a las ope-

razones de activo de las MRO) entraron en territorio negativo el 11 de junio de 2014 y alcanzaron el -0,40%, en el que se ha mantenido, también el 16 de marzo de 2016. Desde noviembre de 2011, con el nombramiento de Mario Draghi como presidente del BCE en sustitución de Jean-Claude Trichet, es perceptible un cambio en la gestión de la crisis por parte de la autoridad monetaria de la eurozona. La política de tipos de interés adoptada responde a una seria preocupación por la persistencia de la recesión y la tendencia decreciente de la inflación, que ha alimentado razonables temores de deflación.

Aunque de una forma menos frecuente y drástica que la FED, el BCE llevó a cabo, como se puede comprobar, una activa política de modificación de los tipos de interés para gestionar la política monetaria. Una primera aproximación a la evolución de esta política, de acuerdo con los datos que se acaban de reseñar, invita a hacer dos reflexiones. La primera es que las decisiones del BCE respondieron, como es natural, a la situación cíclica de la economía de la zona euro y al nivel de inflación. Por ello, la tendencia evidente fue la de una drástica reducción de los tipos, que pasaron del 4,25% en que se situaban antes de la Gran Recesión al 0% actual. Sin embargo, esta tendencia se vio interrumpida en dos ocasiones (el 9 de julio de 2008 y en abril y julio de 2011), con decisiones de subida de tipos, que cabe calificar de sorprendentes en el mejor de los casos y de erróneas según la opinión de la mayoría de expertos<sup>9</sup>.

La segunda reflexión es que, a pesar de que el objetivo teórico que debería guiar la política monetaria es exclusivamente la inflación, parece claro que otros objetivos, de los que el BCE no podía desentenderse, entraron también y de forma nuclear entre los factores considerados en el momento de la toma de decisiones, como trataremos con más profundidad en el tercer apartado. Nos referimos, por supuesto, a la propia recesión, pero también a la crisis de la deuda soberana y al colapso, en un determinado momento, del sistema bancario. Evidentemente, la consecución de estos objetivos aconsejaba una

---

<sup>9</sup> Claey's-Demertzis (2017: 4), por ejemplo, señalan que “después de incrementar erróneamente los tipos de interés dos veces en 2011 (...)”.

política de reducción de tipos de interés, plenamente compatible con el objetivo de inflación, en un momento en que el nivel de precios se desplazaba hacia la deflación. Estos objetivos adicionales resultan fundamentales para comprender la actuación del BCE durante la Gran Recesión y son los que explican, en muy buena medida, la adopción de medidas no convencionales, ante la progresiva ineficacia del tipo de interés cuando éste se sitúa en el ZLB, o en el ELB. A estas medidas no convencionales destinamos, precisamente, el próximo sub-apartado.

### *Las medidas no convencionales adoptadas por el BCE*

#### 1) Introducción

Aunque, como se acaba de señalar, el tipo de interés es el principal instrumento de que dispone el BCE para llevar a cabo la política monetaria, y de que a lo largo de las primeras etapas de la crisis hizo un uso intensivo del mismo, la realidad es que la Gran Recesión ha dado lugar a que los bancos centrales alumbraran un conjunto de medidas no convencionales de política monetaria, que hubieran resultado simplemente impensables diez años antes. La razón es doble. Por una parte, el tipo de interés tiene un reducidísimo recorrido cuando alcanza las zonas cercanas a un valor cero (el ZLB, o el ELB). Ello significa que la autoridad monetaria tiene que recurrir inevitablemente a otros instrumentos cuando los tipos alcanzan este territorio. Esto es lo que ocurrió en la zona euro durante la Gran Recesión, como sucedió en las otras grandes zonas monetarias del mundo.

La segunda razón es que la realidad hizo que el BCE tuviera que desempeñar, en muchas ocasiones casi en solitario, un papel determinante para responder a algunos problemas vitales para la economía de la zona euro, como fueron la severa crisis del sistema bancario y de la deuda soberana, la fragmentación de los mercados financieros y la propia supervivencia de la moneda única. Para el propósito que persigue este capítulo es conveniente destacar tres aspectos. Primero, estos problemas tuvieron una gravedad y unas

características específicas en la zona euro, precisamente debido a la existencia del euro o, más precisamente, a los defectos e insuficiencias del diseño de la moneda única (en otras zonas monetarias tuvieron mucho menos gravedad, o simplemente no se plantearon). Segundo, el BCE no podía dejar de actuar, aun cuando estos problemas no figuraran entre los establecidos estrictamente en su mandato estatutario. Tercero, el instrumento de los tipos de interés por sí solo no hubiera permitido resolver las emergencias planteadas, y resultaba por tanto inevitable recurrir a otros instrumentos (no convencionales).

## 2) El arsenal de medidas no convencionales establecidas por el BCE durante la crisis

La crisis ha dado lugar, pues, a una importante ampliación del perímetro de medidas empleadas por el BCE para la implementación de la política monetaria. En el próximo apartado vamos a examinar con un cierto detalle cómo estas se fueron adoptando y las circunstancias que condujeron a ello. Es decir, trataremos de analizar su introducción en conexión con la evolución de la crisis y examinando las circunstancias específicas que explican la adopción de estas medidas. Antes, sin embargo, a modo de resumen adelantado y para facilitar la comprensión de cuanto se examina posteriormente, es conveniente enumerar el arsenal de medidas de nuevo cuño que se fueron adoptando. Ello servirá también para formarse una idea de la magnitud del cambio operado en las coordenadas básicas que delimitan el marco de actuación del BCE.

### **a) Ampliación de las facilidades de crédito al sistema bancario**

El BCE aprobó una importante ampliación de los plazos de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO's) y la creación de las 'Targeted Longer Term Refinancing Operations' (TLTRO's) (octubre 2008, mayo 2009, noviembre 2011, junio 2014, marzo 2016). Los plazos de las LTRO's, que hasta entonces eran como máximo de tres meses, fueron ampliados primero a seis meses, después a un año y posteriormente a tres, y los volúmenes ofertados supusieron una aportación

de una magnitud extraordinaria y sin precedentes de liquidez al sistema bancario. Por su parte, las TLTRO's tenían un plazo de hasta cuatro años y estaban vinculadas a la financiación de sectores productivos determinados<sup>10</sup>.

## **b) Programas de adquisición de activos**

b.1) 'Covered Bond Purchase Programme 1, 2, 3' (CBPP) (julio 2009, noviembre 2011, octubre 2014)<sup>11</sup>. Son programas de compra de bonos bancarios garantizados por activos de elevada calidad, equivalentes a las cédulas hipotecarias en España. Se trata de operaciones no esterilizadas, que suponen, por tanto, un incremento neto del balance del BCE<sup>12</sup>. El CBPP3 quedó integrado en el 'Expanded Asset Purchase Programme', cuando este fue introducido en marzo de 2015.

b.2) 'Securities Markets Programme' (SMP) (mayo 2010). Programa de compra de deuda en los mercados secundarios. Se trata de un programa esterilizado, con operaciones semanales de drenaje, para no alterar la expansión de la base monetaria y dejar inalteradas las condiciones de liquidez. El programa terminó en septiembre de 2012, cuando se aprobaron las 'Outright Monetary Transactions' (OMT's)<sup>13</sup>.

b.3) 'Expanded Asset Purchase Programme' (APP) (marzo 2015). Bajo esta denominación se incluyen, de hecho, todos los programas por medio de los cuales el BCE "adquiere valores públicos y privados, para hacer frente a los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado"<sup>14</sup>. El más importante es el de compra de bonos estatales,

---

10 Vid. ECB (b y c).

11 Vid. ECB (d).

12 Operaciones esterilizadas son aquellas en las que la compra de activos es compensada con la venta de otros activos por la misma cuantía, a fin de no aumentar el balance del banco central (la base monetaria).

13 Vid. ECB (d y Millaruelo-Del Río (2013: 92-93).

14 ECB (d: 1). También ECB (2015).

creado en marzo de 2015. Todos ellos responden a una filosofía común, como es el aumento en gran escala de la oferta de liquidez por métodos cuantitativos (*Quantitative Easing*, QE). Los programas integrados en el APP son los siguientes<sup>15</sup>:

b.3.1) ‘Covered Bond Purchase Programme 3’ (CBPP3) (octubre 2014). Sus características se han comentado en un punto anterior.

b.3.2) ‘Asset-Backed Securities Purchase Programme’ (ABSPP) (noviembre 2014). Programa destinado a la adquisición de títulos bancarios. Pretende facilitar la titularización de préstamos por parte de los bancos, contribuyendo con ello a una mayor fluidez del crédito hacia los sectores de la economía real y a una diversificación de las fuentes de financiación.

b.3.3) ‘Public Sector Purchase Programme’ (PSPP) (marzo 2015). Con diferencia, es el más cuantioso de los distintos programas que integran el QE (APP). Está destinado a la adquisición de títulos emitidos por el sector público de los distintos países de la zona euro. El 90% de los mismos debían corresponder a títulos de deuda pública emitidos por los gobiernos (central, regional y local) y por agencias reconocidas y el 10% a valores emitidos por organismos internacionales y bancos multilaterales de desarrollo, localizados en la zona euro<sup>16</sup>. Las compras se distribuyen entre los distintos países según su peso en términos de PIB dentro de la eurozona<sup>17</sup>.

b.3.4) ‘Corporate Sector Purchase Programme’ (CSPP) (junio 2016). Programa de adquisición de bonos emitidos directamente por las empresas. Pretende reforzar la eficacia de la transmisión de la política monetaria hacia los sectores de la economía real.

---

15 Para conocer en detalle los programas que se integran en el APP, vid ECB (d).

16 Vid. ECB (d: 4).

17 Vid. ECB (d: 4).

### c) ‘Outright Monetary Transactions’ (OMT’s)

Las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT’s, por ‘Outright Monetary Transactions’)<sup>18</sup> (septiembre 2012) son operaciones destinadas a la compra ilimitada por parte del BCE de deuda soberana de los estados de la zona euro en los mercados secundarios<sup>19</sup>. La decisión del Consejo de Gobierno del BCE autorizando este tipo de operaciones fue adoptada en plena crisis de la deuda soberana y la eventual activación del programa de OMT’s quedaba completamente condicionada a la solicitud previa de un programa de asistencia financiera (una petición de rescate) al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE, ESM por sus siglas en inglés; nos referiremos al mismo más adelante), y a la aceptación de las condiciones que éste pudiera imponer. La liquidez creada por las OMT’s debería ser esterilizada, es decir, no debería incrementar el balance del BCE; y, como antes se ha señalado, su creación puso fin al programa SMP, otra de las medidas no convencionales, adoptada en mayo de 2010. Hasta la fecha este instrumento no se ha activado en ninguna ocasión. Su función está estrechamente asociada, como puede observarse, a la que desempeña el ESM. Este dispositivo tiene la función de financiar (en su caso, mediante la compra de deuda en los mercados primarios) a los estados miembros con dificultades insalvables para acceder a los mercados de deuda. La función de las OMT, por su parte, es garantizar que, una vez activado el programa de asistencia (el rescate), ello tiene un efecto inmediato sobre la prima de riesgo de la deuda soberana, por medio de la compra ilimitada de la misma por parte del BCE en los mercados secundarios.

Hasta aquí, la relación de medidas no convencionales adoptadas por el BCE durante la Gran Recesión. En el próximo apartado se analizarán en el contexto de la evolución de la crisis y de las crecientes limitaciones de la política monetaria para llevar a cabo eficazmente su cometido por medio de los instrumentos tradicionales. En todo caso, la mera relación descriptiva de las

---

<sup>18</sup> Utilizamos la traducción al castellano que emplean Millaruelo-Del Río (2013: 97).

<sup>19</sup> Vid. ECB (2012a).

medidas y programas adoptados a lo largo de estos años pone de manifiesto hasta qué punto el BCE ha debido dotarse de otros instrumentos, además del tradicional del tipo de interés, para realizar su función, lo que ha conducido a una modificación apreciable del perímetro de los instrumentos de política monetaria a su disposición.

### 3) Una primera valoración: importancia cuantitativa y naturaleza de las diversas medidas no convencionales

Si bien todos los instrumentos descritos deben ser considerados como no convencionales, adoptados para hacer frente a la situación de excepcionalidad provocada por la crisis, la naturaleza de los mismos es marcadamente distinta (lo que, en parte, reflejan los tres apartados en que se han agrupado). En primer lugar, hay que citar los que responden estrictamente a la crisis de liquidez experimentada por el sistema bancario. Básicamente, son las medidas concernientes a la modificación de los criterios de adjudicación de los créditos a corto, vía MRO's, adoptadas al principio de la crisis, ya en 2008, y la ampliación de los plazos y las cuantías de las LTRO's, en noviembre de 2011. Aunque se trata de medidas no convencionales, que tienen un efecto en el balance, su aplicación no responde en lo esencial a razones de política monetaria, sino a facilitar la liquidez del sistema. Es decir, el BCE actúa, básicamente, como prestamista en última instancia del sistema bancario<sup>20</sup>.

En segundo lugar, están las medidas de compra de activos, que se agrupan en el programa APP a partir de marzo de 2015, y que constituyen, propiamente, el *Quantitative Easing* de la eurozona. Estas medidas entran, esencialmente, dentro del campo de la política monetaria, su finalidad es contribuir a la reducción de los tipos de interés<sup>21</sup> (vía incremento del precio de los activos adquiridos) y están justificadas por el BCE en términos del mandato de alcanzar

---

20 Vid. Haldane et al. (2016: 5).

21 "Con los tipos de interés a corto plazo cercanos a cero, las medidas no convencionales del BCE pretendían influir sobre la constelación global de tipos de interés relevantes para las condiciones de financiación de la euro área", [ECB (e): 2].

la estabilidad de precios, en un momento de estancamiento de la economía y riesgos de deflación, y en el que las medidas que se habían adoptado hasta el momento no garantizaban plenamente la transmisión de la política monetaria, ni evitaban la fragmentación de los mercados. A pesar de su clara finalidad de política monetaria, parece, sin embargo, evidente que la incidencia de estas medidas también resultó muy notable en otros terrenos: por una parte, proporcionó abundante liquidez al sistema bancario y, por otra parte, facilitó la colocación de la deuda soberana de los estados miembros y redujo los tipos de interés a los que esta debía ser retribuida.

Finalmente, en tercer lugar, en el caso de las OMT's no se trata, estrictamente, de un instrumento de política monetaria. Aunque en su momento el BCE tratara de justificar su creación sobre esta base<sup>22</sup>, su introducción en septiembre de 2012 está intrínsecamente relacionada con la crisis de la deuda soberana, y la prueba de ello es que, superada esta crisis, no ha habido que hacer uso en ningún momento de este dispositivo. Ello no significa, como veremos en el siguiente apartado, que su creación no estuviera plenamente justificada, porque la tensión en los mercados de deuda soberana de los países más vulnerables de la zona euro se había hecho insoportable, las primas de riesgo pagadas para la colocación de esta deuda se habían disparado, y ello había alimentado de forma imparable las expectativas sobre la posibilidad de impago (*default*) de alguno de estos países, con su consiguiente salida de la zona euro. Con ello, la propia supervivencia del euro parecía en peligro, y resulta claro que la primera obligación de un banco central, por encima de cualquier otra, es asegurar la continuidad de la moneda cuya custodia tiene encomendada. El BCE tenía, pues, todas las razones y toda la legitimidad para actuar. Tenía la obligación de hacerlo, aun cuando el instrumento que creó a tal fin, las OMT's, no se inscribiera estrictamente en el campo de la política monetaria.

---

22 De acuerdo con el BCE las OMT's tienen el objetivo de “salvaguardar la transmisión y la especificidad de la política monetaria”, ECB (2012a: 1).

La Tabla 5.2 muestra la importancia cuantitativa de todas estas medidas en el balance del BCE desde el inicio de la crisis. A 31 de diciembre de 2108, el conjunto de medidas no convencionales ascendía a 3.375,4 miles de millones de euros, lo que significa el 71,8% del balance, de los cuáles un 56,4% corresponde a los programas de compra de activos y un 15,4% al saldo de las operaciones de crédito a largo plazo. Una parte de estas últimas existían ya antes de la crisis, pero sus plazos eran mucho más reducidos (a tres meses, y con la crisis llegaron a tener vencimientos a tres y cuatro años) y su volumen mucho más reducido<sup>23</sup>. De forma que, aunque no la totalidad, una parte considerable del crédito que figura bajo el epígrafe de estas operaciones (LTRO's) hay que considerarlo dentro de la categoría de medidas no convencionales.

**Tabla 5.2 Activos totales del BCE**

	<b>2007</b>		<b>2008</b>		<b>2009</b>		<b>2010</b>	
<b>Operaciones principales de financiación</b>	<b>368,6</b>	24,40%	<b>239,5</b>	11,50%	<b>79,2</b>	4,20%	<b>227,9</b>	11,40%
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>	<b>268,5</b>	17,80%	<b>616,7</b>	29,70%	<b>669,3</b>	35,20%	<b>298,2</b>	14,90%
<b>Operaciones temporales de ajuste</b>	<b>0</b>	0,00%	<b>0</b>	0,00%	<b>0</b>	0,00%	<b>20,6</b>	1,00%
<b>Facilidad marginal de crédito</b>	<b>0,09</b>	0,00%	<b>4,1</b>	0,20%	<b>1,3</b>	0,10%	<b>0,02</b>	0,00%
<b>Valores adquiridos por propósitos de política monetaria</b>	<b>0</b>	0,00%	<b>0</b>	0,00%	<b>28,8</b>	1,50%	<b>134,8</b>	6,70%
<i>Covered Bond Purchase Programme (CBPP)</i>	<i>0</i>	0,00%	<i>0</i>	0,00%	<i>28,8</i>	1,50%	<i>60,7</i>	3,00%
<i>Securities Markets Programme (SMP)</i>		0,00%		0,00%		0,00%	<i>74,1</i>	3,70%

*Cont...*

23 Como muestra el Tabla 5.2, el saldo de las operaciones a más largo plazo (LTRO's y TR-LTRO's) pasó de 268,5 miles de millones a 723,8 entre diciembre de 2007 y diciembre de 2018 (se multiplicó casi por tres, y su importancia respecto a las MRO's (operaciones principales de financiación) aumentó de forma muy apreciable.

## CAPÍTULO 5

	2007		2008		2009		2010	
<i>Asset-backed securities Purchase Programme (ABSPP)</i>		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
<i>Public Sector Purchase Programme (PSPP)</i>		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
<i>Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)</i>		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
<b>ACTIVOS TOTALES RELACIONADOS CON LA POLÍTICA MONETARIA</b>	<b>655,2</b>	<b>43,50%</b>	<b>860,3</b>	<b>41,50%</b>	<b>778,6</b>	<b>40,90%</b>	<b>681,5</b>	<b>34,00%</b>
<b>OTROS ACTIVOS</b>	<b>852,7</b>	<b>56,50%</b>	<b>1.214,80</b>	<b>58,50%</b>	<b>1.124,40</b>	<b>59,10%</b>	<b>1.320,70</b>	<b>66,00%</b>
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>1.507,90</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.075,10</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.903,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.002,20</b>	<b>100,00%</b>
	2011		2012		2013		2014	
<b>Operaciones principales de financiación</b>	<b>144,7</b>	<b>5,30%</b>	<b>89,7</b>	<b>3,00%</b>	<b>168,7</b>	<b>7,40%</b>	<b>156,1</b>	<b>7,10%</b>
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>	<b>703,9</b>	<b>25,80%</b>	<b>1.035,80</b>	<b>35,00%</b>	<b>583,3</b>	<b>25,70%</b>	<b>473,3</b>	<b>21,40%</b>
<b>Operaciones temporales de ajuste</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>Facilidad marginal de crédito</b>	<b>14,8</b>	<b>0,50%</b>	<b>0,6</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,3</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,00%</b>
<b>Valores adquiridos por propósitos de política monetaria</b>	<b>273,8</b>	<b>10,00%</b>	<b>276,9</b>	<b>9,30%</b>	<b>235,8</b>	<b>10,40%</b>	<b>217,2</b>	<b>9,80%</b>
<i>Covered Bond Purchase Programme (CBPP)</i>	<i>61,9</i>	<i>2,30%</i>	<i>68,2</i>	<i>2,30%</i>	<i>57</i>	<i>2,50%</i>	<i>71,2</i>	<i>3,20%</i>
<i>Securities Markets Programme (SMP)</i>	<i>211,9</i>	<i>7,80%</i>	<i>208,7</i>	<i>7,00%</i>	<i>178,8</i>	<i>7,90%</i>	<i>144,3</i>	<i>6,50%</i>

Cont...

LA ACTUACIÓN DEL BCE DURANTE LA GRAN RECESIÓN: EVOLUCIÓN Y CAMBIOS  
EN LA POLÍTICA MONETARIA

	2011		2012		2013		2014	
<i>Asset-backed securities Purchase Programme (ABSPP)</i>		0,00%		0,00%		0,00%	1,7	0,10%
<i>Public Sector Purchase Programme (PSPP)</i>		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
<i>Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)</i>		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
<b>ACTIVOS TOTALES RELACIONADOS CON LA POLÍTICA MONETARIA</b>	<b>1.137,20</b>	<b>41,60%</b>	<b>1.403,00</b>	<b>47,40%</b>	<b>988,1</b>	<b>43,50%</b>	<b>847,5</b>	<b>38,40%</b>
<b>OTROS ACTIVOS</b>	<b>1.596,10</b>	<b>58,40%</b>	<b>1.559,60</b>	<b>52,60%</b>	<b>1.285,20</b>	<b>56,50%</b>	<b>1.360,70</b>	<b>61,60%</b>
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>2.733,30</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.962,60</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.273,30</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.208,20</b>	<b>100,00%</b>

	2015		2016		2017		2018	
<b>Operaciones principales de financiación</b>	<b>89</b>	<b>3,20%</b>	<b>39,1</b>	<b>1,10%</b>	<b>3,4</b>	<b>0,10%</b>	<b>9,6</b>	<b>0,20%</b>
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>	<b>469,5</b>	<b>16,90%</b>	<b>556,6</b>	<b>15,20%</b>	<b>760,6</b>	<b>17,00%</b>	<b>723,8</b>	<b>15,40%</b>
<b>Operaciones temporales de ajuste</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>Facilidad marginal de crédito</b>	<b>0,5</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,2</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,3</b>	<b>0,00%</b>	<b>1</b>	<b>0,00%</b>
<b>Valores adquiridos por propósitos de política monetaria</b>	<b>803,2</b>	<b>28,90%</b>	<b>1.654,10</b>	<b>45,20%</b>	<b>2.386,10</b>	<b>53,40%</b>	<b>2.651,60</b>	<b>56,40%</b>
<i>Covered Bond Purchase Programme (CBPP)</i>	173,64	6,20%	223,216	6,10%	251,587	5,60%	270,5	5,80%
<i>Securities Markets Programme (SMP)</i>	123	4,40%	102,3	2,80%	89,1	2,00%	73,1	1,60%

Cont...

CAPÍTULO 5

<i>Asset-backed securities Purchase Programme (ABSPP)</i>	15,3	0,60%	22,8	0,60%	25	0,60%	27,5	0,60%
<i>Public Sector Purchase Programme (PSPP)</i>	491,2	17,70%	1.254,60	34,30%	1.888,80	42,30%	2.102,40	44,70%
<i>Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)</i>		0,00%	51,1	1,40%	131,6	2,90%	178,1	3,80%
								0,00%
<b>ACTIVOS TOTALES RELACIONADOS CON LA POLÍTICA MONETARIA</b>	<b>1.362,20</b>	<b>49,00%</b>	<b>2.250,00</b>	<b>61,50%</b>	<b>3.150,40</b>	<b>70,50%</b>	<b>3.386,00</b>	<b>72,00%</b>
<b>OTROS ACTIVOS</b>	<b>1.417,90</b>	<b>51,00%</b>	<b>1.411,50</b>	<b>38,50%</b>	<b>1.317,20</b>	<b>29,50%</b>	<b>1.316,70</b>	<b>28,00%</b>
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>2.780,10</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.661,40</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.467,60</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.702,70</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Consolidated Balance sheet of the Eurosystem, ECB.

Dentro de las operaciones no convencionales instrumentadas a través de la compra de títulos (QE), el programa más importante es el de compra de bonos del sector público (PSPP), que ascendía, a 31 de diciembre de 2018, a más de 2,1 billones de euros, lo que supone el 44,7% del balance del BCE, y cerca del 80% del total del QE. A continuación, se sitúan los programas de compra de bonos bancarios garantizados (los tres programas CBPP) que, en total, ascienden a 270.500 millones de euros, lo que representa el 5,8% del balance y más del 10% del total del QE. El programa CSPP de compra de bonos empresariales alcanzaba un saldo de 178.100 millones de euros, lo que significa el 3,8% y el 6,7%, respectivamente. El programa SMP, al que se puso fin en septiembre de 2012 en el momento de crear las OMT's, pero del cual todavía figuraba un saldo pendiente de 73.100 millones de euros en el balance del BCE a 31 de diciembre de 2018, significaba el 2,8% del total del QE. Finalmente, el de cuantía más reducida es el programa ABSPP, con 27.500 millones de euros y en torno del 1% del total.

### *La creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE-ESM)*

La explosión de la crisis de la deuda soberana, cuyo momento crítico cabe situar entre 2010 y 2012, llevó a una situación de gravedad extrema a los países más vulnerables de la zona euro, que no podían colocar sus emisiones en los mercados, o bien debían hacerlo a unos precios prohibitivos y puso de manifiesto la necesidad de crear un instrumento que pudiera actuar como prestamista en última instancia de los estados soberanos, como lo es el Tesoro en todas las uniones monetarias (el cual, a su vez, suele tener una relación privilegiada con el correspondiente banco central).

Esta es la razón que dio lugar, primero, en mayo de 2010, a la adopción de un instrumento temporal, la ‘European Financial Stability Facility’ (EFSF)<sup>24</sup>, y, en febrero de 2012, a la creación, mediante tratado firmado entre los estados integrantes de la zona euro, a la creación del ESM (MEDE por sus siglas en castellano)<sup>25</sup>. Su función, como se ha indicado, es prestar asistencia financiera, mediante la concesión de préstamos o la compra directa de deuda soberana en los mercados primarios, a los países de la zona euro que, de otra forma, podrían verse abocados al *default*, todo ello sometido siempre a estrictas condiciones de condicionalidad.

El capital del ESM es aportado por los estados miembros de la zona euro<sup>26</sup>. Al disponer de su pleno respaldo, puede obtener financiación en los mercados en condiciones particularmente favorables, que son trasladadas a los estados perceptores de la financiación. Su capacidad total de financiación alcanza los 700.000 millones de euros, de los cuales hasta el año 2017 había dispuesto de 273.000, en cinco programas de rescate a Grecia, Irlanda, Portu-

---

24 La ‘European Financial Stability Facility’ (EFSF) fue creada por los entonces 27 estados miembros de la Unión.

25 Aunque el Tratado fue firmado en febrero de 2012, las autoridades alemanas lo sometieron al dictamen del Tribunal Constitucional de la RFA, lo que hizo que el proceso de ratificación no culminara hasta octubre de este año.

26 “El ESM tiene un capital desembolsado de 80.000 millones de euros, que es el más elevado de cualquier institución financiera internacional”, Regling (2017: 3).

gal, España (en este caso, parcialmente, para hacer frente a la crisis bancaria) y Chipre. La concesión de estas ayudas está estrictamente condicionada a la aprobación, primero, y el cumplimiento, después, de programas de reformas y de consolidación presupuestaria<sup>27</sup>.

Un aspecto particularmente importante, a veces poco conocido, es que el ESM actúa como prestamista en última instancia de los estados de la zona euro que han perdido su acceso a los mercados, tanto si la causa obedece a razones de solvencia, como estrictamente a problemas de liquidez. Es decir, el ESM también puede asistir a estados que, sin tener problemas de solvencia (disponen de unas finanzas equilibradas y un nivel de deuda sostenible), se pudieran ver eventualmente abocados a un *default* por cualquier otro tipo de razones (por ejemplo, por el contagio de otros países). Y, de hecho, el ESM prevé instrumentos distintos para uno y otro caso<sup>28</sup>. Esta distinción añade complejidad a la función del ESM, y acentúa la necesidad de una estrecha relación con el BCE.

En este sentido, hay que dejar claro que el ESM queda fuera de la esfera de actuación del BCE y su naturaleza es distinta de la de aquellos instrumentos a los que hasta ahora nos hemos venido refiriendo. A diferencia de estos, el ESM no es responsabilidad del BCE, ni constituye un instrumento para la implementación de la política monetaria. Sin embargo, el análisis que estamos efectuando de la política monetaria del BCE a lo largo de la Gran Recesión resultaría incompleto y muchas de las observaciones que realizamos serían incomprensibles, sin hacer referencia a este instrumento y a la estrecha interrelación entre su función y la que le corresponde desempeñar al BCE.

---

27 Para un mayor detalle de las características del ESM, vid., en particular, European Union (2012a) y Regling (2017).

28 Las denominadas “Líneas de Crédito Preventivas Condicionadas” (PCCL, por ‘Precautionary Conditioned Credit Line’), para los casos de liquidez, y las cláusulas de acción colectiva (CAC), para los problemas de solvencia, que pudieran conducir a una reestructuración de la deuda. Para este punto, vid., en particular, Claeyss-Collin (2018).

En primer lugar, porque, en definitiva, la actuación del ESM para hacer frente a la crisis de la deuda soberana y evitar que algunos estados miembros tuvieran que abandonar la zona euro<sup>29</sup>, tenía una incidencia sobre la incertidumbre que se había creado sobre la propia continuidad de la moneda única, cuestión que concierne de manera directa al ámbito de actuación del BCE, como se acaba de señalar en el anterior sub-apartado. Y, en segundo lugar, porque existe una vinculación intrínseca entre uno de los instrumentos que resultó clave para detener la crisis del euro (las OMT's, a las cuáles ya se ha hecho referencia) y el ESM, en la medida en que la eventual activación de las OMT's está estrictamente condicionada a la solicitud del correspondiente programa de rescate al ESM<sup>30</sup>. En particular, hay que señalar que, si un país tuviera que pedir asistencia por razones de liquidez, correspondería al ESM validar la sostenibilidad de sus finanzas (es decir, certificar que no tiene problemas de solvencia), para determinar el tipo de programa al que se debería acoger, condición previa a la activación de las OMT's, que correspondería efectuar al BCE<sup>31</sup>. Todo ello, dejando al margen la enorme dificultad que supone distinguir entre las crisis de liquidez y las de solvencia (cuestión a la que nos referiremos en el siguiente apartado), y la facilidad de contagio que existe entre ambas.

En definitiva, aunque se trata de dos instituciones esencialmente distintas (el BCE es la autoridad monetaria y el ESM podría ser un embrión de un futuro tesoro de la zona euro), la interconexión entre ellas es indiscutible y no hubiéramos podido analizar adecuadamente el papel del BCE en la conducción

---

29 El director del ESM, Klaus Regling, recordaba que “existía un riesgo real de que países como Grecia, Irlanda y Portugal pudieran verse obligados a dejar la zona euro”, Regling (2017: 3).

30 “Una condición necesaria para las ‘Outright Monetary Transactions’ es la condicionalidad estricta y efectiva vinculada al programa apropiado del ‘European Financial Stability Facility/European Stability Mechanism’ (EFSF/ESM)”, ECB (2012a: 1).

31 Claey's-Collin (2018: 1-2) señalan que “el ESM debería desempeñar un papel fundamental si un país se viera afectado por una crisis de liquidez, (por ejemplo, debido al contagio de otro país), porque es quien proporcionaría la validación política necesaria respecto a la sostenibilidad de la deuda, para que actuara el BCE (dada la dificultad, en la práctica, para distinguir entre las crisis de liquidez y las de solvencia)”.

de la política monetaria sin referirnos al ESM. Es por ello por lo que Claeys-Collin (2018: 1-2) han podido señalar que “el ESM es la piedra angular de la actual arquitectura de la zona euro (...) [y que] la distribución de roles entre el ESM y el BCE debe funcionar de manera eficiente para solucionar la fragilidad inherente de las deudas soberanas en la unión económica y monetaria (UEM) debido a la prohibición de su financiación monetaria”.

Esta particular relevancia del ESM dentro del entramado institucional de la zona euro, se ha visto potenciada en la reforma realizada en diciembre de 2018<sup>32</sup>. La razón fundamental de esta reforma es atribuir al ESM la función de *backstop* del SRF (‘Single Resolution Fund’), vinculado a la Unión Bancaria. Es decir, al ESM le corresponderá actuar de salvaguarda y prestar los recursos necesarios al SRF, cuando éste deba abordar procesos de resolución bancaria. De esta forma, con los acuerdos adoptados se da un paso de gran importancia en el despliegue efectivo de una de las piezas de la Unión Bancaria y se posibilita que el SRF pueda desempeñar adecuadamente su función<sup>33</sup>. Aunque esta cuestión supone el aspecto fundamental de los cambios introducidos en el ESM, la reforma también ha servido para efectuar algunas modificaciones menores en su actividad fundamental en relación con la deuda soberana de los estados miembros<sup>34</sup>.

---

32 Vid. Eurogroup (2018a, b y c) y Euro Summit (2018).

33 Al SRF le corresponde llevar a cabo los procesos de resolución bancaria, de acuerdo con el protocolo establecido al efecto, que prevé la asunción de las pérdidas según procedimientos de ‘bail-in’ en primera instancia (accionistas y bonistas, según un orden determinado). Solo en última instancia los recursos deben ser aportados por el SRF, que a su vez se financia con las aportaciones de las entidades bancarias. El ESM actúa estrictamente de prestamista del SRF, sin asumir riesgo en ningún caso. Vid., en especial, Eurogroup (2018b y c) y Demertzis-Wolff (2018). Como señalan estos autores para que “un marco operativo de financiación para la resolución de bancos sea creíble tiene que distinguir claramente entre las necesidades por razones de solvencia y de liquidez”, Demertzis-Wolff (2018: 5). Estas últimas son atendidas, como es sabido, por el BCE.

34 Vid. Claeys-Collin (2018). Estos cambios deberían servir para agilizar el acceso de los estados miembros a las líneas de crédito preventivas cuando existen problemas de liquidez y a la ampliación de las cláusulas de acción colectiva. Los autores citados consideran, sin embargo, que las condiciones requeridas para acceder a las facilidades financieras proporcionadas por el ESM continúan siendo particularmente rígidas.

## **La transformación de la política monetaria durante la crisis: un intento de periodificación**

Convencionalmente, se sitúa en el 9 de agosto de 2007 la fecha de inicio de la Gran Recesión. Es evidente que la elección de una fecha u otra para significar el principio de un episodio de las características de este al que nos estamos refiriendo, tiene siempre algo de arbitrario. En definitiva, un fenómeno recesivo del calibre del que ha vivido la economía mundial en la última década no aparece de un día por otro, ni de una manera simultánea en todos los puntos del planeta. Sin embargo, en aquella fecha se produjo un hecho relevante, como fue la crisis de las hipotecas *subprime* en Wall Street y, puesto que la periodificación exige unas ciertas acotaciones temporales, parece razonable recurrir a esta del nueve de agosto de 2007 como fecha simbólica de inicio de la Gran Recesión.

Para tratar de analizar la significación de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en el contexto de la evolución de la Gran Recesión en la zona euro, vamos a distinguir siete grandes períodos. Esta explicación hay que situarla en el contexto de la crisis económica, que ha sido examinada específicamente en el Capítulo 4.

*1er período (agosto de 2007-septiembre de 2008): Política monetaria insensible ante los primeros síntomas de empeoramiento*

Entre agosto de 2007 y septiembre de 2008, aunque los síntomas de la crisis en la eurozona eran todavía relativamente leves, se manifestó ya un evidente empeoramiento de la situación económica. Ello condujo a que se rebajaran de forma drástica las previsiones macroeconómicas, aunque ninguna de ellas pudo adivinar ni la dimensión ni la inminencia de la recesión que estaba a punto de llegar. Por otra parte, se produjeron algunos episodios significativos de crisis bancarias (Northern Rock en Reino Unido y Bear Sterns en los Estados Unidos), si bien fuera de la eurozona. Sin embargo, la política monetaria adoptada

durante este período pareció querer ignorar los abundantes indicios (aunque, ciertamente, no más que eso) del ciclo recesivo en el que íbamos a entrar. Como antes se ha señalado, durante 2007 el BCE mantuvo invariados los tipos de interés, para luego subirlos de forma sorprendente en julio de 2008, en contra de lo que aconsejaban las previsiones a la baja de crecimiento del PIB y de la decidida política de reducción de tipos adoptada ya por la FED y otros bancos centrales (Tabla 5.1 y Gráfico 5.2) .

*2o período (septiembre de 2008-segunda mitad de 2009): Cierre de los mercados financieros, problemas de liquidez y reacción inmediata de la autoridad monetaria*

La eclosión de la Gran Recesión, con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, provocó la reacción inmediata del BCE, con la adopción de decisiones drásticas de política monetaria. La actuación de la autoridad monetaria se centró en los tipos de interés, y se concretó en tres órdenes de medidas<sup>35</sup>:

- i) Por una parte, en un recorte radical de los mismos, de 325 puntos básicos entre octubre de 2008 y mayo de 2009. En estos siete meses, y en sucesivos recortes, el tipo de las MRO's pasó del 4,25%, en que había quedado situado tras la subida de julio de 2008, al 1% (5.1).
- ii) En segundo lugar, el BCE decidió cambiar el sistema de subasta a tipo variable, por un sistema de tipo fijo y adjudicación plena de toda la liquidez solicitada<sup>36</sup>, conocido popularmente por un sistema de barra libre.

35 Sobre las medidas adoptadas por el BCE, vid., en especial, Millaruelo-Del Río (2013), Praet (2017) y Claeys-Demertzis (2017).

36 Vid. ECB (2010: 2, 2012b), ECB (f): 2 y ECB (e):1). Millaruelo-Del Río (2013: 91) subrayan que “el BCE sustituyó el sistema tradicional de subastas mediante tipo de interés variable por otro de tipo fijo y adjudicación plena, lo que supuso una innovación significativa en el marco operativo que implicaba renunciar al control de las cantidades”. Vid., también, Claeys-Demertzis (2017: 3-4).

iii) Asimismo, el BCE amplió la relación de activos colaterales aceptados como garantía de los créditos proporcionados al sistema bancario y flexibilizó las exigencias sobre su calidad<sup>37</sup>. Esta decisión es significativa, porque la crisis condujo a un empeoramiento de la calidad de los activos, de manera que para que la exigencia de garantías no supusiera una restricción insalvable para la obtención de la liquidez que necesitaban las entidades financieras, había que flexibilizar la política de colateral<sup>38</sup>.

Como se puede comprobar, en lo fundamental la primera reacción del BCE se concentró en la utilización de los tipos de interés, reduciéndolos de forma apreciable y rebajando las exigencias de calidad de las garantías. Sin embargo, además de este instrumento, ya desde muy al principio de la Gran Recesión y aunque en pequeña escala, el BCE acudió a la utilización de medidas no convencionales para hacer frente a los problemas de liquidez del sistema bancario, que denotaban la gravedad de los fallos existentes en los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En este sentido, adoptó dos tipos de medidas. En primer lugar, decidió ampliar los plazos de las operaciones de refinanciación denominadas LTRO's, que inicialmente era como máximo de tres meses, primero hasta los seis meses y luego hasta un año en mayo de 2009<sup>39</sup>. En segundo lugar, en julio de 2009 (de acuerdo con la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en mayo del mismo año) se puso en marcha el primer programa de compra de bonos (el CBPP1, ya descrito anteriormente)<sup>40</sup>. Este programa preveía la compra de bonos bancarios respaldados por activos de elevada calidad, por medio de adquisiciones escalonadas hasta un importe

---

37 Vid. ECB (2010: 2) y ECB (e): 1.

38 "Para que el colateral no fuera una restricción y la abundante oferta de liquidez llegase a la gran mayoría de entidades del área, el BCE flexibilizó adicionalmente su política de colateral", Millaruelo-Del Río (2013: 91).

39 Vid. ECB (c); ECB (2010: 3), Millaruelo-Del Río (2013: 90), Praet (2017: 2) y Claeys-Demertzis (2017: 3).

40 Vid. ECB (d) y el segundo apartado para un mayor detalle de las características específicas de este programa.

de 60.000 millones de euros. Se trataba de compras no esterilizadas, por lo que tenían un impacto directo en el balance del BCE<sup>41</sup>.

Así pues, la actuación del BCE, una vez la Gran Recesión se manifestó en toda su expresión con la quiebra de Lehman Brothers, fue rápida y contundente, con la adopción de la batería de medidas a las que nos acabamos de referir. Todas ellas respondían a una doble preocupación. La más inmediata, sin duda, era el cierre de los mercados financieros y las extraordinariamente serias dificultades con que se encontraron las entidades financieras para hacer frente a sus necesidades de liquidez. El clima generalizado de desconfianza condujo a que las entidades dejaran de prestarse entre sí, el mercado interbancario colapsara e hizo inevitable que el BCE tuviera que asumir, en algún sentido, las funciones propias del mismo. En otras palabras, estaba claro que no bastaba con emplear el método habitual para proporcionar liquidez al conjunto del sistema, confiando en que después ésta fluiría adecuadamente hacia las entidades que lo necesitaran a través de los canales interbancarios. Ni la liquidez llegaba a todas las entidades, ni lo hacía al tipo de interés que pretendía el BCE. Los mecanismos de transmisión de la política monetaria no funcionaban. El sistema estaba bloqueado y el BCE se veía obligado a atender directamente las necesidades de las distintas entidades. Es por esta razón que la autoridad monetaria tuvo que emplear métodos excepcionales, para restaurar la confianza y asegurar la liquidez del conjunto del sistema<sup>42</sup>.

---

41 Millaruelo-Del Río (2013: 91) y Claey-Demertzis (2017: 4).

42 Millaruelo-Del Río (2013: 90) indican que “el BCE pasó a atender la demanda bruta de liquidez de las entidades y, por tanto, a ejercer la función de redistribución de fondos propia del mercado interbancario”. Refiriéndose también al colapso de los mercados financieros, Praet (2017: 2) señala que el sistema bancario de la zona euro “se enfrentó a una interrupción súbita (‘sudden stop’) de la disponibilidad de liquidez procedente de los mercados para muchas instituciones financieras y a una petición masiva y sistémica de caja”. En el mismo sentido, Claey-Demertzis (2017: 3) subrayan que “el BCE tuvo que proporcionar liquidez al sistema bancario cuando la financiación a corto plazo devino difícilmente disponible y el mercado interbancario dejó de funcionar. Durante la congelación del mercado que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, generando el riesgo de un colapso del sistema bancario europeo, el BCE desempeñó rápidamente su papel de prestamista en última instancia (‘lender of last resort’) para bancos ilíquidos pero solventes”.

Una segunda razón, también de gran importancia, es la magnitud y profundidad de la recesión, que aconsejaban la adopción de medidas de corte expansivo. Hay que recordar que en 2008 y 2009 la consigna dominante en todas partes fue la de emplear todos los medios disponibles para reactivar la economía y salir de la recesión. El consenso imperante suscribía plenamente la idea de que era fundamental utilizar medidas macroeconómicas de corte expansivo, tanto de política fiscal, como de política monetaria. Esta fue la orientación surgida de las reuniones del G-20 (que desempeñó un papel crucial en aquellos momentos críticos para establecer los criterios básicos que deberían permitir hacer frente a la Gran Recesión), tanto en Washington en noviembre de 2008, como en Londres en abril de 2009. Y también fue la línea adoptada por los gobiernos, los bancos centrales y los principales organismos económicos internacionales. El clima era éste y era muy poderoso, y al mismo no se pudo sustraer, tampoco, el criterio imperante en la zona euro<sup>43</sup>.

Este conjunto de medidas tuvo un impacto importante en el balance del BCE, que aumentó en un tercio, aproximadamente, a lo largo de este período. En concreto, pasó de un orden de magnitud de 1,5 billones de euros en septiembre de 2008 (1.518.548 millones de euros el primero de septiembre de 2008) a 2,0 billones en mayo de 2009 (1.997.319 millones de euros el primero de mayo de 2009), con un pico de 2.075.107 el primero de diciembre de 2008 (Tabla 5.3 y Gráfico 5.4). Es decir, en solo tres meses, el balance del BCE había experimentado un incremento de su tamaño del 36,65%. Un aumento, sin duda importante, y que habla a las claras de la determinación del BCE a sostener el sistema, pero claramente inferior al de la FED, que en el mismo período de tres meses había multiplicado su tamaño por 2,2 (es decir, había aumentado un 120,19%), al

---

43 Blinder et al. (2017: 15) señalan que “cuando la crisis financiera empeoró, las primeras reacciones de los bancos centrales fueron las convencionales y las que prescribían los manuales: reducción de los tipos de interés, primero quizás tímidamente, pero al final de forma decisiva. Por ejemplo, en una acción coordinada dirigida a mandar una señal inequívoca a los mercados, las principales autoridades de política monetaria del mundo redujeron los tipos de interés en cincuenta puntos básicos a principios de octubre de 2008”.

haber puesto ya en marcha el primer programa masivo de compra de activos (*Quantitative Easing*), que inyectó en la economía una cantidad del orden de 1,75 billones de dólares<sup>44</sup>. Hay que recordar que en la zona euro no se empezaron a aplicar las políticas de QE hasta seis años más tarde.

**Tabla 5.3 - Evolución de los balances del BCE y la FED**

		Balance FED		Balance BCE	
		(millones de dólares)	% s/PIB	(millones de euros)	% s/PIB
2006	2006-12-01	862.757	6,2	1.150.030	12,9
2007	2007-08-01	867.259	6,0	1.157.534	12,3
	2007-12-01	885.790	6,1	1.507.981	16,0
2008	2008-09-01	1.009.474	6,9	1.518.548	15,8
	2008-12-01	2.222.737	15,1	2.075.107	21,5
2009	2009-05-01	2.134.464	14,8	1.799.610	19,4
	2009-06-01	2.057.023	14,2	1.997.319	21,5
	2009-12-01	2.219.218	15,4	1.903.024	20,5
2010	2010-12-01	2.392.692	16,0	2.004.432	21,0
2011	2011-03-01	2.585.821	16,6	1.928.055	19,7
	2011-04-01	2.672.713	17,2	1.894.101	19,3
	2011-05-01	2.749.065	17,7	1.900.610	19,4
	2011-11-01	2.825.922	18,2	2.419.548	24,7
	2011-12-01	2.891.340	18,6	2.733.270	27,9
2012	2012-03-01	2.887.273	17,8	2.964.427	30,1
	2012-06-01	2.863.871	17,7	3.102.227	31,5
	2012-09-01	2.817.912	17,4	3.082.432	31,3
	2012-10-01	2.826.231	17,4	3.046.543	30,9
	2012-12-01	2.901.150	17,9	2.962.613	30,1
2013	2013-12-01	3.991.805	23,8	2.273.267	22,9
2014	2014-09-01	4.436.408	25,3	2.038.235	20,0
	2014-12-01	4.496.885	25,7	2.150.247	21,1
2015	2015-02-01	4.500.348	24,7	2.155.836	20,5

Cont...

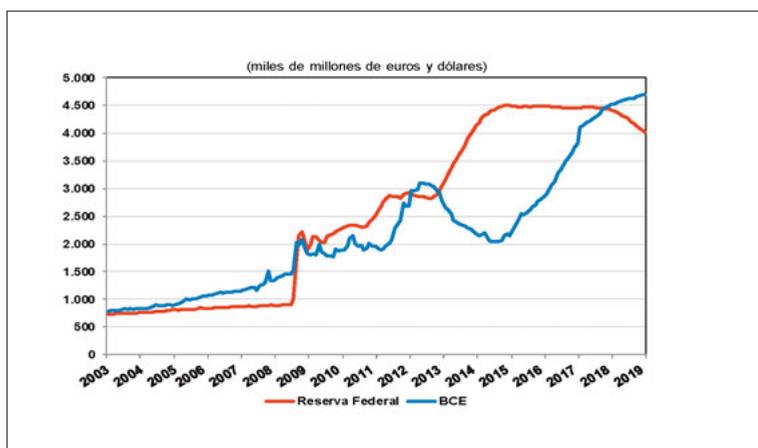
<sup>44</sup> La primera ronda de *Quantitative Easing* implementada por la FED, el denominado QE1, empezó en noviembre de 2008 y se expandió en marzo de 2009. Vid. FED (2008 y 2009), Haldane. (2016: slide 9) y Ng-Wessel (2017: 2).

LA ACTUACIÓN DEL BCE DURANTE LA GRAN RECESIÓN: EVOLUCIÓN Y CAMBIOS  
EN LA POLÍTICA MONETARIA

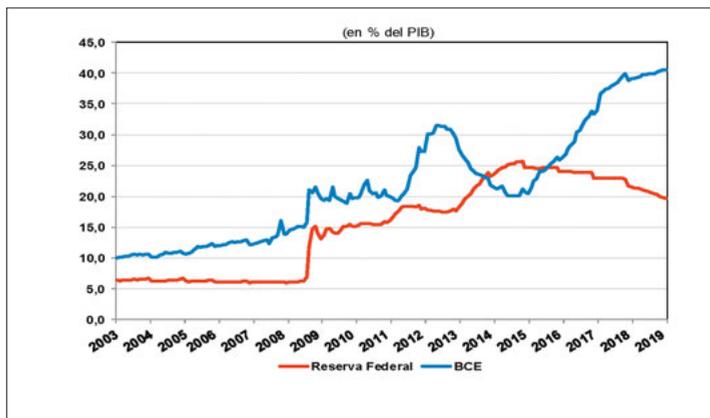
		Balance FED		Balance BCE	
		(millones de dólares)	% s/PIB	(millones de euros)	% s/PIB
	2015-03-01	4.487.583	24,6	2.250.801	21,4
	2015-12-01	4.478.069	24,6	2.767.815	26,3
2016	2016-12-01	4.448.618	23,8	3.662.901	33,8
2017	2017-12-01	4.437.148	22,8	4.471.689	39,9
2018	2018-01-01	4.443.718	21,7	4.491.151	38,8
	2018-02-01	4.420.745	21,6	4.519.360	39,1
	2018-03-01	4.396.097	21,4	4.529.579	39,1
	2018-04-01	4.386.104	21,4	4.554.344	39,4
	2018-05-01	4.356.129	21,2	4.567.744	39,5
	2018-06-01	4.319.191	21,1	4.592.518	39,7
	2018-07-01	4.289.764	20,9	4.602.258	39,8
	2018-08-01	4.255.653	20,7	4.621.355	39,9
	2018-09-01	4.208.496	20,5	4.619.792	39,9
	2018-10-01	4.174.704	20,4	4.622.163	40,0
	2018-11-01	4.141.936	20,2	4.660.299	40,3
	2018-12-01	4.086.044	19,9	4.669.003	40,4

Fuente: Elaboración propia con datos de Federal Reserve Bank of St. Louis.

**Gráfico 5.4 - Balances del BCE y de la Reserva Federal**



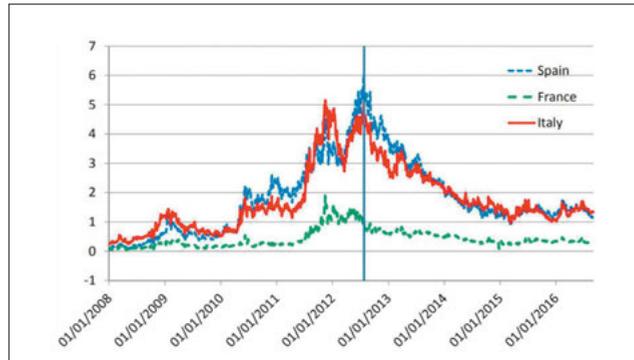
Cont...



Fuente: Elaboración propia con datos de Federal Reserve Bank of St. Louis.

Todas estas medidas contribuyeron a reparar los mecanismos de transmisión de la política monetaria y a devolver la tranquilidad a los mercados financieros. En la segunda mitad de 2009, los tipos de interés habían tendido a normalizarse, y los diferenciales entre los rendimientos de los bonos corporativos garantizados frente a los que no lo estaban, como entre los del bono alemán con los de los demás países, se redujeron apreciablemente, después de haberse disparado en septiembre-octubre de 2008 [Gráficos 5.5 (A, B y C)]. Incluso el BCE empezó a drenar buena parte de la liquidez que había inyectado en la economía, como lo demuestra la reducción del tamaño del balance, que pasó a cifras de en torno 1,75 billones entre septiembre y noviembre de 2009. Es decir, el balance se redujo en aproximadamente la mitad de lo que había aumentado anteriormente (también a diferencia de la política que adoptó la FED, que lo mantuvo esencialmente inalterado) (Tabla 5.3).

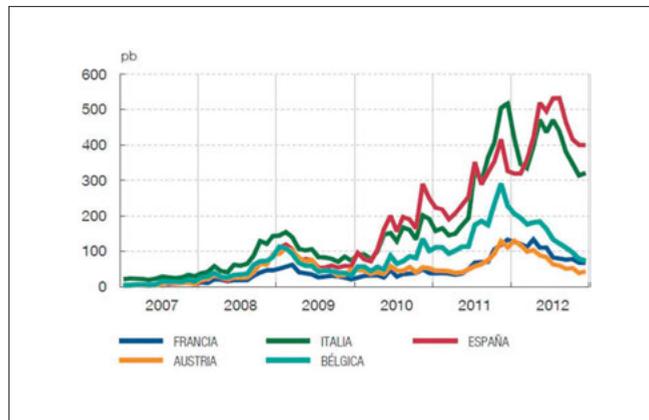
**Gráfico 5.5(A) - Prima de riesgo de la deuda pública**



Nota: El gráfico muestra la prima de riesgo de la deuda soberana a 10 años, en relación con la de Alemania (en puntos porcentuales); la línea vertical indica el día de la declaración de Draghi “whatever it takes” (26 de julio de 2012; Fuente: ECB.

Reproducido de Blinder *et al.* (2017: 25), Figure 5.

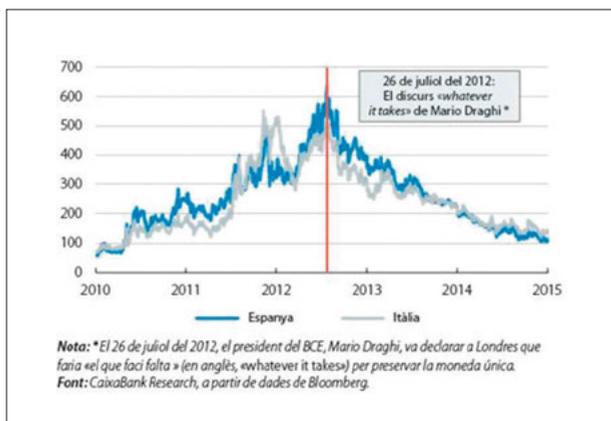
**Gráfico 5.5(B) - Diferenciales soberanos frente a Alemania a diez años**



Fuente: Banco Central Europeo.

Reproducido de Millaruelo-Del Río (2013:92), Gráfico 2.

**Gráfico 5.5(C) -Primas de riesgo de la deuda soberana Española e italiana a 10 años (p.b.)**



*3er período (segunda mitad de 2009-marzo de 2011): Irrupción de la crisis de la deuda soberana, giro a la austeridad e inacción del BCE*

A mediados de 2009 todo indicaba que las medidas adoptadas concertadamente por los gobiernos y los bancos centrales, bajo los auspicios del G-20, habían dado sus frutos. En el segundo trimestre de 2009, Francia y la RFA salían de la recesión, y en el tercero lo hacían Estados Unidos, Japón y el conjunto de la Unión Europea. Sin embargo, hacia finales de 2009, cuando parecía que los mercados financieros empezaban a normalizarse y que la economía dejaba atrás la recesión, irrumpió la crisis de la deuda soberana, que alteró completamente el curso de las cosas y condicionó de forma determinante la política monetaria adoptada por el BCE.

En el otoño de 2009 aparecieron los primeros síntomas de la crisis de la deuda griega. En 2010 se hicieron evidentes las dificultades del país para financiarse en los mercados y ello llevó a que, en abril, el gobierno griego se viera obligado a pedir asistencia financiera a la UE y al FMI, que tuvo que articularse de manera *ad-hoc* mediante préstamos bilaterales sujetos

a condiciones estrictas, al no existir ningún mecanismo institucional previsto para este fin<sup>45</sup>. Como consecuencia de este episodio, las instituciones de la UE adoptaron dos decisiones que, aunque de naturaleza distinta, tenían claramente su origen en la crisis de la deuda soberana de algunos estados miembros.

i) La primera, adoptada en exclusiva por el BCE, de acuerdo con sus responsabilidades como autoridad monetaria, consistió en la introducción del programa ‘Securities Markets Programme’ (SMP)<sup>46</sup>, destinado a la compra de deuda en los mercados secundarios. Se trataba de un programa de compra de activos esterilizado. Su objetivo manifiesto era atenuar las presiones sobre los diferenciales de la deuda soberana, y el hecho es que, al principio, se destinó principalmente a la adquisición de deuda soberana de Grecia. Este programa desapareció cuando se decidió crear las OMT’s en 2012, pero su importancia queda de relieve si se tiene en cuenta que a finales de 2011 el saldo total ascendía a más de 200.000 millones de euros y que aún en diciembre de 2018, más de seis años después, los activos adquiridos al amparo de este programa alcanzaban los 73.000 millones de euros en el balance del BCE (Tabla 5.2).

ii) La segunda decisión fue la creación, en junio de 2010, de la ‘European Financial Stability Facility’ (EFSF), que se transformaría en ‘European Stability Mechanism’ (ESM, MEDE por sus siglas en castellano), en febrero de 2012<sup>47</sup>. Se trataba de un instrumento dotado por los estados miembros, que debía proporcionar asistencia financiera (a la que se añadiría la procedente de

---

45 Vid. Millaruelo-Del Río (2013: 92).

46 Vid. ECB (d): 6) y el segundo apartado para un mayor detalle de las características específicas de este programa.

47 Vid. el segundo apartado para un mayor detalle de las características específicas de estos instrumentos.

los préstamos del FMI) a los estados con serios problemas para colocar su deuda soberana en los mercados a precios razonables, a cambio del cumplimiento de una serie de condiciones estrictas de ajuste fiscal y programas de reformas. Además de Grecia, el mecanismo tuvo que activarse para Irlanda y Portugal, en noviembre de 2010 y abril de 2011, respectivamente, dentro del período que ahora estamos examinando (y posteriormente, para España y Chipre)<sup>48</sup>. En este caso, la responsabilidad de la creación del mecanismo no correspondió, sin embargo, al BCE, sino a los estados miembros, puesto que su objetivo no era de naturaleza monetaria, no se trataba de garantizar la liquidez del sistema bancario, sino de hacer frente a los problemas de solvencia de la deuda soberana de aquellos estados miembros que no podían acceder a los mercados.

Aunque, como se ha señalado, se trata de dos decisiones que aparentemente tratan de hacer frente a problemas de distinta naturaleza (uno relacionado con la liquidez del sistema, el otro con la solvencia de la deuda), está clara la profunda imbricación entre ambos. El mismo hecho de que el SMP, adoptado por el BCE, sea un programa esterilizado pone de relieve que su objetivo no era incidir en la oferta monetaria y en la liquidez, sino rebajar las presiones sobre los tipos de interés de los activos adquiridos, es decir, la deuda griega en este caso. De la misma manera, que el objetivo del EFSF/ESM era asegurar la financiación que no proporcionaban los mercados a los países con problemas de solvencia. Esto pone de manifiesto hasta qué punto la política monetaria adoptada por el BCE a partir de la crisis de la deuda soberana estuvo fuertemente condicionada por la misma.

---

48 Vid. Regling (2017).

La crisis de la deuda griega condujo al giro radical hacia las políticas de austeridad y de consolidación fiscal, adoptado en la zona euro en mayo de 2010. Aunque, en teoría, los responsables de este cambio de orientación fueron los estados miembros, es evidente que el BCE no fue, ni mucho menos, ajeno al mismo. De hecho, era una de las tres instituciones, junto a la Comisión Europea (CE) y el FMI (la denominada ‘troika’), encargada de llevar a cabo la supervisión y el seguimiento de los planes de consolidación fiscal. De forma que, *de facto*, estuvo claramente implicado en el giro hacia la austeridad. Existen, además, dos razones adicionales, que abundan en la implicación activa del BCE en este giro hacia las políticas de austeridad. La primera, es de carácter objetivo. La segunda, tiene que ver con su paternidad intelectual en una determinada opción de política económica.

La razón de carácter objetivo es que los problemas de la deuda soberana condicionan siempre, en cualquier país, la política monetaria que pueda adoptar el banco central de este país, cuya principal misión es garantizar la estabilidad de la moneda, que estaría irremediablemente amenazada en caso de *default* de la deuda soberana. Este riesgo de contagio, de la deuda soberana a la moneda, que existe siempre y en todo lugar, es más fácil que se produzca, y a la vez si ello llega a ocurrir tiene una mucho mayor gravedad, en la zona euro, porque en la misma nos encontramos con una sola moneda y diecisiete (al principio de la Gran Recesión, después dieciocho y más tarde diecinueve) deudas soberanas. Esto significa que el riesgo de contaminación es muy elevado, ya que la posibilidad de que alguno de los países miembros pueda devenir insolvente (lo cual resulta más probable por la multiplicidad de deudas soberanas) genera dudas inmediatas, no ya sobre la estabilidad de la moneda, sino sobre su propia continuidad<sup>49</sup>.

---

49 Vid. Castells (2014).

La segunda razón es que, en este caso, la autoridad monetaria tuvo una influencia intelectual muy directa y determinante en la difusión de las ideas básicas y los fundamentos conceptuales en los que se basó el cambio hacia las políticas de austeridad que tuvo lugar en la UE. Jean-Claude Trichet, presidente del BCE llevó a cabo una importante labor de apostolado, propugnando la teoría de la austeridad expansiva<sup>50</sup>. Y, de hecho, el tándem Alesina-Trichet es considerado por autores tan poco sospechosos como los economistas del FMI, como el padre intelectual de las políticas, fracasadas, de austeridad expansiva<sup>51</sup>.

La cuestión es, pues, que el BCE no solo estuvo fuertemente preocupado por los problemas de la deuda soberana y que ello condicionó la política monetaria, lo que resulta lógico y solo puede merecer una consideración positiva. Sino que, además, tuvo un papel determinante en el hecho de que estos problemas se abordaran de una determinada manera, anteponiendo el objetivo de la estabilidad presupuestaria y la consolidación fiscal, a cualquier otro y especialmente al de terminar con la crisis y la recesión. Hasta qué punto este hecho condicionó de forma decisiva la política monetaria adoptada por el BCE en aquellos momentos, es una cuestión abierta a todo tipo de especulaciones, sobre la que pueden ofrecerse argumentos de un signo y del signo contrario. Porque, por una parte, se podría esgrimir que, puesto que la política fiscal propugnada iba a tener un carácter marcadamente contractivo y pro-cíclico, era conveniente llevar a cabo una política monetaria fuertemente expansiva para compensar los efectos de la primera y hacer frente así a la fase recesiva del ciclo económico. Pero, por otra parte, existía el hecho innegable de que una política monetaria de este corte, fuertemente expansiva, hubiera entrado en colisión con el discurso imperante, favorable a la austeridad y a los supuestos efectos expansivos que ésta iba a traer.

---

50 Vid., por ejemplo, Trichet (2010).

51 Vid. Ostry-Loungani-Forceri (2016: 40).

El resultado de todo ello fue que la política monetaria se instaló básicamente en la inacción. Los tipos de interés se mantuvieron en el 1% en que habían quedado situados en mayo de 2009 (y allí siguieron durante veintitrés meses, hasta que en abril de 2011 el BCE adoptó la decisión de subirlos en plena recesión). Por contraste, en Estados Unidos se habían situado en un mínimo del 0,25% desde hacía tiempo. Por su parte, el balance del BCE se mantuvo esencialmente inalterado en el período que estamos comentando, cuando el de la FED aumentó en más de un 20% (Tabla 5.3 y Gráfico 5.4)<sup>52</sup>. El resultado fue una política fiscal fuertemente contractiva y una política monetaria neutral, cuando los signos de una nueva recesión, que se produjo en 2011, empezaban a ser abundantes e inequívocos (Gráfico 5.3). En 2011 la zona euro caía en el conocido ‘double dip’ y los países que la integraban se situaban a la cola del crecimiento mundial.

#### *4o período (abril de 2011-septiembre de 2012): Fase crítica*

Desde mediados de 2011 hasta finales de 2012, la zona euro atravesó el período más crítico de la Gran Recesión, durante el cual estuvo en peligro la propia supervivencia del euro. Hemos optado por situar en abril de 2011 el momento inicial de este período, aunque sin duda esta elección tiene algo de discrecional. Probablemente, también hubiera estado plenamente justificado situarlo un poco más tarde, en julio, por ejemplo. Sin embargo, fue en abril cuando el BCE subió, contra toda lógica, los tipos de interés, y nos ha parecido más coherente incluir esta medida dentro de esta etapa crítica.

Durante los meses que comprende este período, en la zona euro se superpusieron cuatro crisis, que se retroalimentaron mutuamente: la recaída en la recesión, la crisis de la deuda soberana, la crisis del euro y la crisis bancaria. Cada una de estas crisis tuvo su propia lógica y sus propias di-

---

<sup>52</sup> La FED puso en marcha en noviembre de 2010 la segunda ronda de *Quantitative Easing* (el denominado QE2) por un importe de 600.000 millones de dólares; vid. FED (2010), Haldrup (2016: slide 9) y Ng-Wessel (2017: 2).

námicas, y cada una de ellas podría ser explicada de manera relativamente autónoma. Pero, a la vez, las cuatro se entrecruzaron y retroalimentaron, de manera que ninguna de ellas podría ser analizada de forma completa sin tener en cuenta la incidencia de las otras tres, y es la yuxtaposición de las cuatro lo que generó la situación crítica a la que se llegó. Como es natural, la política monetaria adoptada por el BCE estuvo totalmente condicionada por las mismas y, de hecho, fue durante este período, en noviembre de 2011 y después en julio-septiembre de 2012, cuando se produjeron algunas de las actuaciones más decisivas de la autoridad monetaria, que al final resultaron trascendentales para la salida de la Gran Recesión en la eurozona.

El estallido de la crisis de la deuda soberana tuvo efectos devastadores sobre la estabilidad de la zona euro. La Gran Recesión y las políticas fiscales expansivas adoptadas en un primer momento habían provocado un aumento muy apreciable del ratio de deuda pública en casi todos los países. La sola posibilidad de que algunos de ellos pudieran hacer *default* tuvo un impacto inmediato, en primer lugar, como es lógico, en las primas de riesgo exigidas a esta deuda por los inversores y, por consiguiente, explica la dificultad casi insalvable que encontraron estos países para financiarse en los mercados. Pero este impacto se transmitió también, rápidamente, en otras dos direcciones: por una parte, hacia la solidez del sistema bancario y, por otra, hacia la propia credibilidad del euro.

Ello es así porque la crisis de la deuda soberana, y las vacilaciones con que fue abordada en un primer momento por los mandatarios de la UE<sup>53</sup>, hizo que los mercados dieran verosimilitud a la hipótesis de una ruptura de la zona euro. Es decir, hizo que éstos consideraran creíble la posibilidad de que algunos países no tuvieran más remedio que abandonar la zona euro, lo que hubiera conducido a su consiguiente fragmentación, y

---

53 El ejemplo emblemático es la declaración conjunta que efectuaron A. Merkel y N. Sarkozy en Deauville, el 18 de octubre de 2010, no descartando el impago de la deuda soberana de algún país, lo que generó el pánico en los mercados.

habría abierto la puerta a los distintos escenarios que se podían configurar a partir de esta situación, entre los cuales no se podía excluir el de la misma desaparición del euro. Esto significa que la simple posibilidad de que un solo país (aun estando éste en una situación no extrapolable a los demás) pudiera salir de la zona euro, hacía que no fuera descartable que esta situación se pudiera repetir en otros casos y convertía en imaginable lo que hasta entonces era impensable: la fractura, e incluso la desaparición, del euro.

Naturalmente, este hecho tenía a su vez consecuencias de primer orden en todas direcciones. En primer lugar, retroalimentaba las dudas sobre la deuda soberana de los países más expuestos, debido a que no era descartable que esta deuda dejara de atenderse en euros ‘fuertes’. En segundo lugar, afectaba de lleno a la solidez del sistema bancario. Primero, por su propia exposición al riesgo soberano, es decir por el elevado volumen de deuda pública soberana que figuraba en sus balances. Pero también porque era lógico esperar, como sucedió, que los inversores se desprendieran de los activos de aquellos países sobre los que existía el riesgo de que salieran del euro, para buscar refugio en los activos de los países ‘fuertes’. Es decir, los inversores (tanto los extranjeros, empezando por los bancos, como los del propio país), desinvertieron en activos de los países ‘débiles’ e invirtieron en activos de los países ‘fuertes’. Las dudas sobre la continuidad de la pertenencia al euro provocaron un efecto absolutamente letal para la estabilidad del euro y de los mercados financieros: lo importante no era el riesgo moneda, sino el riesgo país, con independencia del valor intrínseco de los activos considerados.

El impacto de la crisis de la deuda soberana sobre la crisis bancaria fue, pues, de grandes proporciones, y se vio potenciado, además, por el agravamiento de la crisis, con la recaída en la recesión y el ‘double dip’ que se produjo en 2011, lo que supuso un aumento inevitable de los ratios de morosidad y un empeoramiento de la calidad de los activos bancarios. De esta manera, los sistemas bancarios de los países ‘débiles’ sufrieron

el doble impacto de una crisis de liquidez, provocada por el cierre de los mercados financieros, y una crisis de solvencia de grandes proporciones.

Es evidente que el BCE no podía permanecer impasible ante un curso de los acontecimientos como el descrito. En primer lugar, por la razón obvia de que estaba en peligro la propia supervivencia de la moneda única, cuya estabilidad es la principal misión que tiene encomendada la autoridad monetaria. Y puesto que esta estabilidad estaba intrínsecamente relacionada con la crisis de la deuda soberana, el BCE no podía, de ninguna manera, desentenderse de ésta. Incidentalmente, hay que subrayar la paradoja que supone el hecho de que, a la vez que el euro estaba en peligro, ello no se reflejara en su cotización en los mercados, donde gozaba de una fortaleza admirable, como resultado del buen comportamiento del saldo exterior por cuenta corriente del agregado de las economías de la zona euro.

La situación descrita afectaba de lleno, además, a dos de los cometidos directos del BCE. Por una parte, garantizar la liquidez del sistema, lo que requería proporcionar la financiación necesaria a las entidades bancarias de los países ‘débiles’, que tenían cerradas las puertas de los mercados financieros y estaban padeciendo una importante fuga de capitales. En segundo lugar, asegurar el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, en unos momentos en los que se había producido una fragmentación total de los mercados financieros y los tipos de interés exigidos a los deudores variaban completamente en función del riesgo país<sup>54</sup>.

---

54 Praet (2017: 2) ofrece una buena explicación de esta fase de la Gran Recesión, a partir de la crisis de la deuda soberana, y la fragmentación de los mercados en el momento en que el factor determinante de su comportamiento es el riesgo país. Subraya este autor que “los sistemas bancarios de los países vulnerables, que representaban casi el 35% del PIB de la zona euro, perdieron el acceso a una financiación mayorista, o interbancaria, asequible, la intermediación se retiró tras las fronteras nacionales y con las percepciones de redenominación de los riesgos en aumento, los mercados financieros padecieron una severa fragmentación geográfica”, lo que trajo como resultado “una seria disrupción en la transmisión monetaria”.

Así, pues, no resulta sorprendente que, durante este período asistiéramos a un importante activismo del BCE. Dentro del mismo, sin embargo, hay que distinguir entre dos subperíodos: antes y después de que Mario Draghi asumiera la presidencia en noviembre de 2011. Antes de esta fecha, habría que destacar dos puntos fundamentales sobre la política monetaria aplicada durante los seis últimos meses de la presidencia de Jean-Claude Trichet.

i) En primer lugar, su orientación parece, cuanto menos, desconcertante y contradictoria. Por una parte, después de haber mantenido invariados los tipos de interés durante veintitrés meses (desde mayo de 2009), el mes de abril de 2011 decidió subirlos en veinticinco puntos básicos, decisión que se repitió en julio, con un aumento de veinticinco puntos básicos adicionales, con lo que quedó situado en el 1,5%. Se trata de una de las medidas más controvertidas de las adoptadas por Trichet a lo largo de todo su mandato, que rompía claramente la tendencia a la disminución de los tipos adoptada por los principales bancos centrales desde el inicio de la Gran Recesión (Tabla 5.1 y Gráfico 5.2) y que resultaba indudablemente contraproducente en un momento en que la zona euro se precipitaba hacia la segunda recesión (Gráfico 5.3). Sin embargo, esta medida de corte claramente contractivo estuvo acompañada por otra de carácter netamente expansivo, y por ello hablamos de orientación contradictoria, como fue el importante aumento de la liquidez que proporcionó el BCE. Éste se implementó mediante operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO's), a seis meses y a un año, anunciadas en las reuniones del Consejo de Gobierno de agosto y octubre, respectivamente<sup>55</sup>.

ii) En segundo lugar, durante estos meses se produjo una activación del programa SMP, al que ya nos hemos referido, dirigido a la compra de valores de deuda en los mercados secundarios. Recordemos

---

55 Vid. ECB (2012b: 2-3).

que se trataba de un programa esterilizado, que se había creado en mayo de 2010, con el fin sobre todo de atenuar la presión sobre la deuda griega. A partir de julio de 2011 volvió a hacerse un importante uso de este instrumento (Tabla 5.2), en buena parte para rebajar las tensiones, ahora sobre las deudas soberanas de Italia y España, cuyas primas de riesgo estaban aumentando aceleradamente (Gráficos 5.5). Fue precisamente en agosto de 2011 cuando se produjo el episodio de la carta de Trichet a los jefes de gobierno de Italia y España, requiriendo determinados compromisos a cambio de activar la compra de deuda pública de estos países en los mercados secundarios, y cuando en España se modificó el artículo 135 de la Constitución, dando preferencia al pago de la deuda sobre otras obligaciones financieras.

iii) En tercer lugar, en noviembre de 2011, es decir, ya en el límite del mandato de Trichet, se puso en marcha el segundo programa de compra de ‘covered bonds’ (el denominado CBPP2), por valor de 40.000 millones de euros, si bien el programa finalizó en octubre de 2012, después de haber efectuado adquisiciones de activos por un total de 16.400 millones de euros, al considerar que había alcanzado sus objetivos<sup>56</sup>. A diferencia del programa anterior, en este caso no se esterilizaban las compras, con lo cual la medida tenía un impacto directo en la base monetaria y, en teoría, en el precio de los activos y los tipos de interés. Con ello queda claro que mientras que el programa SMP tenía el propósito fundamental de aliviar la presión sobre los tipos de interés que debía pagar la deuda soberana de los países en dificultades, el CBPP2 cumplía con objetivos estrictos de política monetaria.

Este conjunto de medidas dio como resultado un importante aumento del balance del BCE, que entre el primero de mayo y el primero de noviembre de 2011 pasó de 1,9 a 2,4 billones de euros, lo que supone un incremento del 27,30% (Tabla 5.3 y Gráfico 5.4). Durante este tiempo el balance de

---

56 Vid. ECB (d) y Claeys-Demertzis (2017: 4).

la FED se mantuvo, por contra, casi estancado, lo que hace que, si se considera el período global de casi dos años comprendido entre el primero de diciembre de 2009 y el primero de noviembre de 2011, el aumento del balance de los dos bancos centrales sea semejante, y del orden del 27%<sup>57</sup>.

En noviembre de 2011, Draghi asumió la presidencia del BCE. Lo hizo en plena fase crítica. Las primas de riesgo de la deuda soberana de algunos países aumentaban de forma incesante, los bancos hallaban dificultades insalvables para acceder a los mercados y la fragmentación geográfica de los mercados financieros de la zona euro era una realidad insoslayable. En este contexto, en diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó un conjunto de medidas de una gran trascendencia<sup>58</sup>. En esencia, pueden condensarse en los cuatro puntos que se señalan a continuación.

i) Disminución del tipo de interés. En noviembre se redujo en veinticinco puntos básicos y en diciembre en veinticinco más, con lo que volvió a quedar en el 1% en que estaba antes de la subida de abril. Con ello, se reemprendía la senda de reducción de tipos, que ya no se detendría hasta alcanzar el 0%, como se verá más adelante, en marzo de 2016 (Tabla 5.1 y Gráficos 5.1).

ii) Ampliación de la relación de activos aceptados como colaterales para las operaciones de crédito. Como ya se había hecho anteriormente, se rebajó la calidad de los activos admisibles como garantía para obtener liquidez por parte del BCE. Se trataba de una medida imprescindible en un momento en que la recaída en la recesión había conducido a un deterioro importante de la calidad de los activos bancarios, por lo que una política muy exigente de colaterales se

---

<sup>57</sup> No fue sino hacia el final de este período, en septiembre de 2012, que la FED puso en marcha la tercera y última ronda del *Quantitative Easing* (el denominado QE3). Vid. FED (2012), Haldane, (2016: slide 9) y Ng-Wessel (2017: 2).

<sup>58</sup> Vid. ECB (f) y ECB (2012b: 3). También Millaruelo-Del Río (2013: 95), Praet (2017: 2) y Claeys-Demertzis (2017: 3-5).

hubiera podido convertir en una barrera infranqueable para el acceso de muchas entidades a disponer de la liquidez que necesitaban.

iii) Aprobación de dos operaciones de crédito para proporcionar liquidez al sistema bancario al plazo de tres años (LTRO's). La primera se realizó en el mismo mes de diciembre y la segunda en febrero de 2012, suponiendo en su conjunto una inyección de un billón de euros.

iv) Reducción del coeficiente de reservas obligatorias de los bancos del 2% al 1%.

Como se puede comprobar, se trata de un paquete de medidas muy ambicioso, sin duda uno de los más importantes adoptados por el BCE a lo largo de la crisis. Las medidas tienen todas ellas una connotación claramente expansiva y comparten un propósito fundamental, como es atacar, con gran potencia de fuego, el grave problema de liquidez que estaba aquejando al sistema bancario de algunos de los países de la zona euro. Con este paquete de medidas, además, el BCE iniciaba de alguna manera, aunque sin formularla todavía explícitamente, la política de *Forward Guidance*, que consiste en utilizar la comunicación como un instrumento, en sí mismo, de política monetaria. En cierto sentido, estaba advirtiendo de que emplearía todos los medios a su alcance para lograr el objetivo de devolver la estabilidad a los mercados financieros de la zona euro.

Este conjunto de decisiones tuvo un impacto indudable, pero no atajó la crisis. Lógicamente, condujeron a un importante aumento del balance del BCE, que pasó de 2,4 billones de euros el primero de noviembre de 2011 a 2,9 billones el primero de marzo de 2012 (un incremento del 22,51% en cuatro meses), orden de magnitud en que se mantuvo hasta el final del período que estamos examinando. Durante el mismo período de tiempo, el balance de la FED se mantuvo prácticamente inalterado (aumentó un 2,17%)<sup>59</sup>, por lo

---

<sup>59</sup> Como ya se ha señalado, no fue hasta septiembre de 2012 que la FED puso en marcha la tercera y última ronda de QE.

que, si comparamos el crecimiento de ambos balances desde el primero de diciembre de 2009, el del BCE era muy superior al de la FED (55,77% por 30,10%) (Tabla 5.3 y Gráfico 5.4). Aun así, considerando su evolución desde el principio de la Gran Recesión, el incremento del balance experimentado por la FED continuaba siendo mucho más elevado que el del BCE. Entre el primero de septiembre de 2008 y el primero de marzo de 2012 (tres años y medio) el primero había aumentado en un 163,74%, y el del BCE en un 95,21%. Estas cifras parecen apuntar que la determinación y contundencia con que actuó la FED en el primer año de la crisis, a la larga acabó siendo determinante en su evolución posterior.

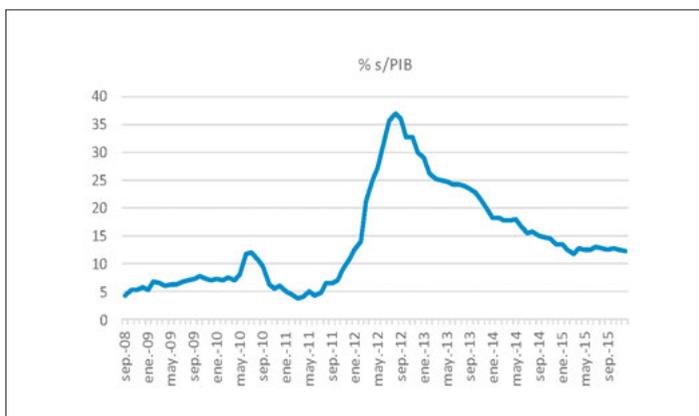
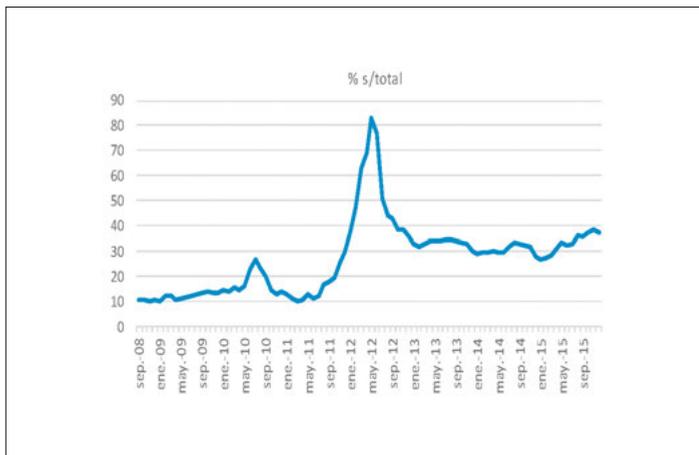
Esta extraordinaria oferta de liquidez resultó decisiva para la supervivencia de los sistemas bancarios de algunos de los países más afectados por el cierre de los mercados, y especialmente para España, cuyas entidades absorbían a mediados de 2012 alrededor de un tercio de los créditos ofertados a largo plazo, lo que suponía en torno del 80% del préstamo neto (es decir, descontadas las facilidades de depósitos disponibles en el BCE) proporcionado por el BCE y cerca del 40% del PIB español (Tabla 5.4 y Gráfico 5.6). Esto significa que, cerrados como estaban los mercados financieros, las entidades bancarias españolas pudieron sobrevivir, en aquellos meses de 2012, gracias a la liquidez proporcionada por el BCE. Ello no logró resolver, sin embargo, los problemas de solvencia de la banca española, que hicieron inevitable el saneamiento de un número muy elevado de entidades (sobre todo, cajas de ahorro). Como es sabido, para llevar a cabo este proceso de saneamiento, el sector público español tuvo que pedir asistencia financiera al ESM, ante las dificultades que existían para colocar en los mercados la deuda pública soberana del Reino de España a un precio razonable.

**Tabla 5.4 - Préstamo neto del BCE a la banca española**

	<b>Miles de millones de euros</b>	<b>% s/total</b>	<b>% s/PIB</b>
sep-08	48,94	10,53	4,38
dic-08	65,38	10,55	5,86
dic-09	76,60	13,18	7,10
ene-10	78,70	14,21	7,31
jun-10	126,91	22,86	11,78
jul-10	130,51	26,57	12,10
ago-10	115,69	23,23	10,72
sep-10	103,14	20,01	9,56
dic-10	66,74	14,10	6,17
nov-11	98,43	25,47	9,20
dic-11	116,88	29,24	10,92
ene-12	133,18	37,38	12,52
feb-12	150,14	47,56	14,11
mar-12	227,60	62,93	21,39
abr-12	263,53	68,86	24,96
may-12	287,81	82,90	27,25
jun-12	337,21	77,02	31,93
jul-12	375,55	50,50	35,80
ago-12	388,74	43,91	37,06
sep-12	378,18	43,16	36,05
oct-12	341,60	38,58	32,85
nov-12	340,84	38,52	32,78
dic-12	313,11	35,42	30,11
dic-13	201,86	30,32	19,68
dic-14	141,34	27,92	13,62
dic-15	132,93	37,46	12,30

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

**Gráfico 5.6 - Préstamo neto del BCE a la banca española**

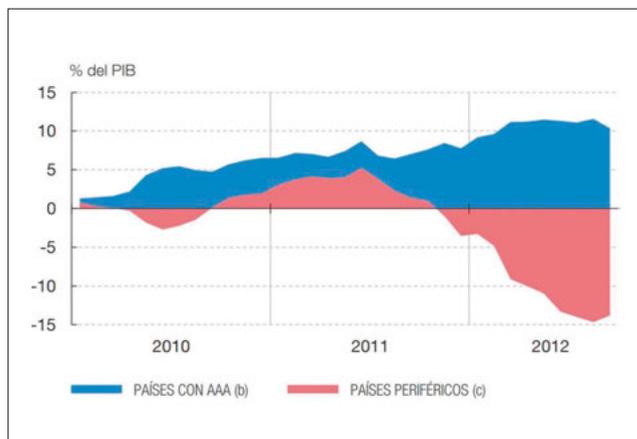


Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

Ahora bien, el propio hecho de que la supervivencia del sistema bancario estuviera en manos del BCE demuestra que las medidas adoptadas no habían solucionado los problemas de fondo y no habían restablecido la normalidad en el mercado interbancario. En la primera mitad de 2012 las

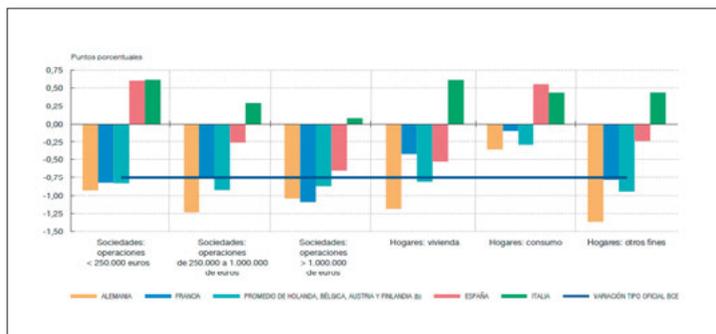
salidas de capitales desde los países ‘débiles’ hacia los países ‘fuertes’ adquirieron proporciones muy elevadas (Gráfico 5.7), las primas de riesgo se dispararon nuevamente (Gráficos 5.5) y se agravó la fragmentación del mercado financiero. Es decir, los tipos de interés pagados por los deudores eran marcadamente distintos según los países, sobre todo los soportados por las pequeñas empresas y las economías familiares (Gráfico 5.8). Como antes se ha dicho, lo que los mercados valoraban era antes el riesgo país que el riesgo deudor inherente. O, en otras palabras, en la valoración del riesgo deudor el factor decisivo no era el derivado de las cuentas del deudor, sino el del país. Dos deudores exactamente con las mismas características en todos los aspectos (rentabilidad, tecnología, liquidez) suponían un riesgo distinto para los prestamistas según el país de residencia.

**Gráfico 5.7 Flujos Financieros con el Exterior**  
(acumulado desde diciembre 2009 hasta septiembre 2012)



Fuente: Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.  
Reproducido de Millaruelo-Del Río (2013:96), Gráfico 4.

**Gráfico 5.8 - Variación de tipos bancarios aplicados en las operaciones nuevas de préstamo<sup>a</sup> (entre julio de 2011 y noviembre de 2012)**



Fuente: Banco Central Europeo

Reproducido por Millaruelo-Del Río (2012: 97), Gráfico 5.

Ello indica hasta qué punto continuaba existiendo una desconfianza absoluta en los activos de los países ‘débiles’. La determinación del BCE en uno de sus cometidos fundamentales, como es proporcionar la liquidez necesaria al sistema, no era suficiente, si no se atajaba la crisis de la deuda soberana, que había sembrado grandes dudas sobre la continuidad en el euro de los países más ‘débiles’ de la eurozona. Hay que recordar que, en aquellos momentos, año 2012, la ‘doctrina’ oficial era que para resolver la crisis de la deuda soberana la cuestión fundamental era conseguir recuperar la confianza de los mercados y para ello era esencial la credibilidad de los planes de ajuste fiscal de los países afectados. El dos de marzo de 2012 se aprobó el denominado Pacto Fiscal (“Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria”)<sup>60</sup> y, en España, el 27 de abril la “Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera”.

Sin embargo, a pesar de estas iniciativas, todas ellas orientadas a demostrar el compromiso de los estados miembros con la disciplina fiscal, la si-

<sup>60</sup> European Union (2012a).

tuación financiera continuaba empeorando y las primas de riesgo aumentaban incesantemente. Es decir, los mercados continuaban especulando con la posibilidad de que determinados países tuvieran que abandonar la zona euro. Parecía claro que las dudas sobre la pervivencia de la zona euro no se iban a disipar simplemente con compromisos de ajuste fiscal. Es en esta situación, que el veintiséis de julio de 2012 Mario Draghi realizó su famosa declaración, manifestando el compromiso inequívoco del BCE con la continuidad del euro: “dentro de nuestro mandato, el BCE está preparado para hacer lo que haga falta para preservar el euro. Y, créanme, será suficiente”<sup>61</sup>. Este solo pronunciamiento tuvo un efecto inmediato para relajar la situación en los mercados y reducir las primas de riesgo de forma notable (Gráficos 5.5).

La línea de acción anunciada tuvo luego su plasmación en la creación de las OMT's, de acuerdo con la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE el seis de septiembre de 2012<sup>62</sup>. Como ya se ha apuntado en un anterior apartado, estas operaciones autorizaban la compra ilimitada de deuda pública en los mercados secundarios, siempre bajo la condición de que el país afectado hubiera solicitado previamente un programa de asistencia financiera al ESM y se hubiera comprometido a las reformas correspondientes. La creación de las OMT's marcó el inicio del final de la crisis sistémica de la deuda soberana en la zona euro. El solo hecho de que el BCE dispusiera del instrumento adecuado para frenar los movimientos en los mercados en contra de una deuda soberana determinada y mostrara su disposición a utilizarlo, fue suficiente para que las primas de riesgo se empezaran a normalizar de forma sostenida en los meses siguientes. En realidad, nunca ha hecho falta utilizar este instrumento, cuyo poder disuasivo parece incuestionable (y, por lo visto, suficiente para cumplir con su cometido).

---

61 La cita literal en inglés es “within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”, Draghi (2012).

62 Vid. ECB (2012a y 2012b: 4).

Este episodio sirve también para subrayar la distinta naturaleza, pero, a la vez, la estrecha vinculación entre los problemas de solvencia y los de liquidez. La naturaleza es, efectivamente, distinta. Bancos con serios problemas de solvencia (de desequilibrio patrimonial) y de rentabilidad pueden, sin embargo, no encontrar mayores dificultades para financiarse en los mercados, en los momentos de bonanza. Y, por el contrario, bancos perfectamente solventes y rentables, pueden encontrarse, en cambio, con dificultades de liquidez insalvables, que acaben llevando a su desaparición, en momentos de fuerte desconfianza y cierre de los mercados. La misma distinción es perfectamente aplicable al sector público. Gobiernos en una situación financiera estructuralmente inviable (es decir, con un déficit estructural insostenible), pueden, sin embargo, encontrar financiación a precios absolutamente razonables en los mercados en los buenos momentos, y no tener mayores problemas para financiar el déficit y atender la renovación de los vencimientos de la deuda. Y, por el contrario, gobiernos con unas finanzas saneadas, en momentos de crisis de liquidez, pueden verse abocados al *default*, si los mercados no les proporcionan la financiación precisa.

Lo que resulta relevante destacar es que los dos tipos de problemas se retroalimentan de una forma inevitable. Los problemas de liquidez pueden acabar convirtiéndose en problemas de solvencia, porque pueden terminar por convertir en prohibitivo el precio del endeudamiento, porque puede dar lugar a tener que vender activos en malas condiciones, con las consiguientes pérdidas patrimoniales, y porque una situación prolongada de severas dificultades de liquidez en el conjunto de la economía acaba produciendo un deterioro inevitable en el valor de los activos. Y, por supuesto, los de solvencia acaban plasmándose ineluctablemente en términos de liquidez, porque, a la larga, los fundamentos reales de los agentes económicos acaban traducándose de manera inevitable en las condiciones en que éstos pueden acceder a los mercados financieros. Esto significa que el responsable de asegurar la liquidez, el BCE en el caso que nos ocupa, no puede desentenderse de los problemas de solvencia. Y, es más, que los problemas de liquidez asociados

a los problemas de solvencia (la escalada imparable de las primas de riesgo), no se resuelven, simplemente, atacando solo el problema de fondo, sino frenando también el proceso externo asociado al mismo (el movimiento especulativo).

Ello es así porque, a partir de un cierto momento, la dinámica que determina la evolución de las primas de riesgo no tiene tanto que ver con los fundamentos económicos reales del deudor en cuestión (en este caso, del estado soberano correspondiente), como con decisiones generadas por las expectativas a corto plazo en los mercados. Estas decisiones están presididas casi siempre por movimientos de pánico y euforia, y no suelen conducir a la estabilidad y al equilibrio, sino a procesos que se retroalimentan y se alejan cada vez más del mismo.

En estas circunstancias, resulta completamente irreal pretender que atacar el problema de fondo (la solvencia) detendrá de forma efectiva las manifestaciones más externas y visibles (la burbuja especulativa) de la crisis financiera. En julio de 2012 existía el instrumento apropiado para resolver, en teoría, los problemas de acceso a los mercados de los países con dificultades de solvencia: el ESM. Sin embargo, ello no impidió la escalada de las primas de riesgo de la deuda de estos países. Fue la actuación decidida del BCE (las declaraciones de Draghi en julio y la creación de las OMT's en septiembre) la que lo hizo. Solo cuando el banco central mostró su disposición a adquirir los volúmenes de deuda precisos en los mercados secundarios (lo cual, en realidad, suponía entrar en los problemas de solvencia), resultó posible detener los movimientos en contra de estas deudas soberanas. La lección fundamental que hay que extraer de este episodio es que cuando un problema de fondo presenta manifestaciones sintomáticas de extrema gravedad, hay que atajar estas manifestaciones, por mucho que, por sí mismas, no resuelvan el problema de fondo. No hacerlo, pretendiendo centrarse exclusivamente en éste, conduce a empeorarlo de forma irreversible.

*5o período (octubre de 2012-febrero de 2015): normalización de la situación financiera y temores de deflación*

Los límites temporales del quinto período vienen delimitados por dos hechos relevantes. Situamos su inicio a finales de 2012, con la creación de las OMT's y podemos dar por terminada la fase crítica, y el final en marzo de 2015, cuando arranca el programa de compra de deuda pública (PSPP), el más importante de los que integran el *Quantitative Easing* (QE). Aunque ciertamente también se hubiera podido fijar esta última fecha en octubre o noviembre de 2014, momento en que son implementados otros programas de compra de activos (el CBPP3 y el ABSPP) y en que el balance del BCE vuelve a empezar a aumentar, después de la prolongada contracción que había experimentado desde el inicio de esta fase.

Esta etapa comprende un período de dos años y medio, que es el más dilatado de los siete en que hemos subdividido este análisis sobre la política del BCE en los años discurridos entre el inicio de la Gran Recesión y diciembre de 2018. Se caracteriza por la tendencia a la normalización en todos los sentidos. En los mercados financieros, con el final del colapso del sistema bancario y de la extrema dependencia respecto de la liquidez proporcionada directamente por el BCE. También se produce la progresiva normalización de las primas de riesgo exigidas a las deudas soberanas de los países en dificultades. E incluso se apunta el principio de la salida de la recesión, que aquejó a la economía de la eurozona en los años 2012 y 2013, y se vislumbra el inicio de una tímida recuperación.

Durante este período se produce un perceptible desplazamiento en el foco de las preocupaciones de las economías de la eurozona, que se traslada de la crisis de la deuda soberana y la prioridad otorgada a los programas de ajuste fiscal, a la inquietud por el riesgo de caer en un estancamiento prolongado, sin descartar el peligro de deflación, y la atonía e incluso la contracción en el volumen de crédito concedido por el sistema bancario.

Este hecho está muy presente en las decisiones del BCE y explica en muy buena medida la política monetaria adoptada durante este tiempo<sup>63</sup>. El objetivo de esta no es ahora controlar una inflación excesiva, sino el contrario, redoblar los esfuerzos dirigidos a lograr la reactivación de la economía. Entre otras razones, porque ésta es también la única forma de cumplir con el mandato estatutario que tiene atribuido de acercar el crecimiento de los precios al 2%.

En este contexto, las actuaciones más destacadas del BCE a lo largo de estos meses son las que se comentan a continuación.

i) Mantenimiento de la tendencia ya iniciada en el período anterior a la disminución del tipo de interés (Tabla 5.1 y Gráficos 5.1)<sup>64</sup>. En julio de 2012, éste se había reducido en veinticinco puntos básicos, hasta situarlo en el 0,75%. Durante este período el tipo de interés de las operaciones de activo (MRO's) se continuó reduciendo de forma sostenida: en veinticinco puntos básicos en mayo y noviembre de 2013 y en diez puntos adicionales en junio y septiembre de 2014, hasta situarlo en el 0,05%. Es destacable, por otra parte, que el tipo de interés con el que el BCE retribuye las facilidades de depósito a la banca entró por primera vez en territorio negativo el 11 de junio de 2014, cuando se situó en el -0,10%. Luego seguiría descendiendo, al -0,20% en septiembre, hasta alcanzar el actual -0,40% en marzo de 2016<sup>65</sup>.

ii) Importante contracción del balance del BCE. Tras el incremento masivo de liquidez que se produjo en el período anterior, especialmente con las medidas adoptadas en diciembre de 2011, durante este período tuvo lugar un reflujo muy significativo, que comportó una importante reducción del balance del BCE (Tabla 5.3 y Gráfico 5.4). En concreto, éste pasó de un volumen del orden de 3,1 billones de

---

63 Praet (2017: 2-3).

64 Vid., ECB (f), ECB (2014: 2-3) y Gráfico 5.1.

65 Vid. ECB (f).

euros el primero de junio de 2012 (pico del período anterior) a 2,0 billones el primero de septiembre de 2014 (punto mínimo de esta etapa), lo que significó una severa contracción del -34,13%. Mientras tanto, en este mismo lapso, el balance de la FED, que había puesto en marcha la tercera ronda de *Quantitative Easing* en septiembre de 2012<sup>66</sup>, pasó de 2,9 a 4,4 billones de dólares, con un incremento del 54,91%. Esta reducción fue debida a la no renovación, a su vencimiento, de los créditos proporcionados al sistema bancario, con el propósito de restablecer los niveles de liquidez previos, una vez superados los momentos más críticos de la situación anterior. A partir de septiembre de 2014, y hasta el final de este período, el balance experimentó un incremento del 9,2%, por el inicio de dos de los programas de compra de activos (el CBPP3 en octubre y el ABSPP en noviembre), que luego quedaron integrados en el APP (el denominado QE), cuando éste fue creado en marzo de 2015<sup>67</sup>. Su filosofía anticipaba ya claramente la que marcaría el siguiente período, aunque el juego de las fechas que hemos escogido para delimitar los distintos períodos hace que las debemos incluir en este período y no en el posterior, donde conceptualmente les correspondería figurar.

iii) Implementación de las operaciones de crédito a la banca a largo plazo, destinadas a objetivos específicos (denominadas TLTRO's, por 'Targeted Longer Term Refinancing Operations')<sup>68</sup>. Una primera serie de estas operaciones fue anunciada en junio de 2014 y una segunda en marzo de 2016. Se trata de operaciones de crédito semejantes a las LTRO's (recordemos que en 2011 se había ampliado su plazo hasta los tres años), con la particularidad de que el plazo podía alcanzar los cuatro años y que su disponibilidad por el sistema ban-

---

66 La tercera y última ronda del *Quantitative Easing* (el denominado QE3) se inició en septiembre de 2012 y se fue aplicando gradualmente hasta octubre de 2014. Supuso en conjunto compras de activos por valor de 1,7 billones de dólares. Vid. FED (2012), Haldane (2016: slide 9) y Ng-Wessel (2017: 2).

67 Vid. ECB (d).

68 Vid. ECB (b y c).

cario estaba condicionada a su utilización en créditos con objetivos específicos ('targeted'), por ejemplo, a la pequeña y mediana empresa. Con ello, el BCE no trataba ahora tanto de garantizar la liquidez, como de estimular la concesión de crédito, que había experimentado una contracción apreciable, y de disminuir la importante fragmentación del mercado entre países<sup>69</sup>

iv) Inicio de la política de *Forward Guidance*. A lo largo de la Gran Recesión, la política de comunicación de la autoridad monetaria se ha convertido, por sí misma, en un instrumento de política monetaria. Consiste en anticipar la política monetaria que se va a llevar a cabo en el futuro, bajo la premisa de que, al anclar las expectativas de los agentes económicos, ello puede contribuir de forma decisiva al cumplimiento de los objetivos perseguidos<sup>70</sup>. De esta manera, hemos podido ver como, durante la crisis, se ha ido generalizando la costumbre de que los bancos centrales de las grandes áreas monetarias dieran a conocer cuál iba a ser el curso futuro de sus decisiones, tanto por lo que se refiere a los tipos de interés, como a las medidas cuantitativas no convencionales, que tienen una incidencia en la oferta monetaria. Se considera que la fecha inicial de las políticas de *Forward Guidance* en la eurozona es el 4 de julio de 2013, cuando el BCE comunicó que su Consejo de Gobierno esperaba que los tipos de interés se mantuvieran en los niveles en que estaban, o más reducidos, por un largo período de tiempo<sup>71</sup>. Argumentaba, para ello, la extrema fragilidad de la economía y las débiles perspectivas de inflación, así como la gran volatilidad que mostraban los tipos de

---

69 Praet (2017: 3).

70 Como subrayan Claeys-Demertzis (2017: 4), "la idea es anclar las expectativas sobre la senda futura de los tipos de interés e incidir así sobre la parte más lejana de la curva de rendimientos".

71 El BCE comunicó que "su Consejo de Gobierno esperaba que los tipos de interés clave permanecieran en los niveles actuales o más reducidos por un largo período de tiempo", ECB (2013: 7); vid., también, ECB (2017a).

interés<sup>72</sup>. Y subrayaba que “la política de *Forward Guidance* contribuye a hacer más efectiva la política monetaria y ayuda a alcanzar el principal objetivo [del BCE] de servir los ciudadanos europeos manteniendo los precios estables en la eurozona”<sup>73</sup>. La política de *Forward Guidance* se ha consolidado desde entonces como una de las novedades clave aportadas a la política monetaria a consecuencia de la Gran Recesión, como veremos en el capítulo siguiente, y fue aplicada también más tarde en la implementación del *Quantitative Easing*.

Al realizar una valoración de este período que se extiende desde finales de 2012 a primeros de 2015 es preciso destacar tres puntos. El más importante es, sin duda, que la zona euro sale de la fase crítica que atravesó en la etapa anterior, en la cual la propia supervivencia de la moneda única estuvo en peligro. Es cierto que persistía la crisis, que la salida de la recesión resultaba muy vacilante e incierta y que existía la preocupación por el riesgo de caer, como había sucedido en Japón dos décadas antes, en una situación de deflación. Todo lo cual condicionó de forma determinante la política del BCE. Pero ello no debe ocultar que éste había sido capaz de superar una situación crítica como lo fue la crisis de la deuda soberana y sus efectos sobre la moneda única.

El segundo punto nos lleva a subrayar las dudas y vacilaciones del BCE para abordar una política monetaria abiertamente expansiva. Por una parte, durante este período se mantiene claramente la política de reducción de tipos de interés, emprendida ya a finales de 2011. Pero, a la vez, se produce una fuerte contracción de la oferta monetaria, que contrasta con la fortísima expansión del período anterior y con la política adoptada por la FED. De alguna forma, asistimos a una situación inversa a la que tuvo

---

72 “La expectativa del Consejo de Gobierno está basada en la débil perspectiva global de inflación a medio plazo, dada la marcada debilidad de la economía real y las débiles dinámicas monetarias”, ECB (2013: 7); vid., también, ECB (2017a).

73 ECB (2017a: 2).

lugar en la última fase de la presidencia de Trichet, durante la cual una muy importante expansión del balance del BCE estuvo acompañada por las subidas de tipos de interés de abril y julio de 2011. Se trata, ciertamente, de dos episodios de distinta gravedad, porque cuando se produce este último, durante la presidencia de Draghi, el BCE había dado ya señales inequívocas de la línea emprendida y de que haría lo que resultara necesario para afrontar la crisis. Pero los dos reflejan un mismo problema de fondo, que es la inconsistencia que aquejó en muchos momentos la línea de actuación del BCE, situación que no terminó, de hecho, hasta que, a primeros de 2015, se adoptó con todas sus consecuencias una decidida política de QE.

Las razones de esta inconsistencia son diversas y complejas y un examen a fondo de las mismas merecería una tarea específica de investigación, que desbordaría en mucho el propósito de este trabajo. Aun así, y a efectos del análisis que estamos realizando, merece la pena destacar que las inevitables tensiones existentes en todos los bancos centrales entre los partidarios de aplicar políticas monetarias más o menos restrictivas, o más o menos expansivas, más o menos ‘hawkish’ o ‘dovish’, en el BCE parecen adquirir unas características especiales, que pueden incidir en mayor medida de lo que ocurre en otros casos en la coherencia de su línea de acción.

Es decir, mientras que la discusión sobre si la política monetaria debe ser más o menos restrictiva o expansiva tiene un tenor parecido en todos los bancos centrales, en el BCE es mayor la influencia de estas divisiones en la coherencia de las decisiones tomadas. Como resultado de ello, la línea adoptada por la opinión mayoritaria en los órganos de decisión se ve obligada a hacer concesiones importantes a la propugnada por la minoría, sobre todo si los representantes de países con un peso específico singular figuran entre los integrantes de esta minoría. Este es un fenómeno diferencial del BCE respecto a otras autoridades monetarias y es un reflejo del peso que tiene el factor intergubernamental, o de equilibrio entre países, incluso en una entidad que explícitamente no tiene este carácter, sino una inspiración claramente federal, como es el BCE.

El hecho de que las reglas del juego, o el peso de una determinada realidad de hecho, conduzcan a que la dinámica de la toma de decisiones deba contar con mayorías reforzadas, no es, en sí mismo, necesariamente negativo. Incluso puede resultar aconsejable para favorecer el proceso de consolidación de una nueva realidad política, como es la zona euro. Aunque sí puede ser perjudicial si el precio de estas concesiones acaba repercutiendo desfavorablemente en la coherencia de la línea de acción emprendida. Es decir, si el resultado de esta ampliación de la base de apoyo a las decisiones adoptadas da lugar a la aprobación de medidas contradictorias entre sí (medidas ‘dovish’, como reducción de tipos de interés, acompañadas por medidas ‘hawkish’, como severa contracción de la liquidez). Porque, por un lado, la falta de coherencia perjudica la eficacia de las medidas implementadas (que pueden acabar neutralizándose entre sí) y, por otro lado, ello transmite a los mercados y a los agentes económicos una señal de incertidumbre y de falta de claridad sobre la línea adoptada.

El tercer punto que merece ser subrayado es la importancia de la política de comunicación de la autoridad monetaria. La Gran Recesión ha puesto de manifiesto su eficacia para contribuir a obtener los resultados de política monetaria perseguidos. Una vertiente fundamental de la misma es la política de *Forward Guidance*, a la que ya se ha hecho referencia. Refiriéndose al momento en que empezó a adoptar esta política, en julio de 2013, el BCE señala que “una comunicación precisa sobre la orientación de política monetaria del Consejo de Gobierno, condicionada a su valoración sobre las perspectivas de la estabilidad de precios y a cómo espera que evolucionen estas perspectivas en la medida en que puedan cambiar las circunstancias subyacentes, puede promover condiciones más estables en los mercados monetarios y anclar más firmemente las expectativas”<sup>74</sup>. En algún sentido, pues, la Gran Recesión ha modificado la visión tradicional que suponía que el banco central debe actuar por sorpresa, para evitar que los mercados puedan contrarrestar el objetivo de las medidas a adoptar, por otra que considera que, por el contrario, debe anunciar

---

74 ECB (2013: 7).

el curso de acción que va a seguir en aquellas decisiones que dependen intrínsecamente de su área de responsabilidad (tipos de interés y oferta monetaria), para anclar las expectativas y favorecer la eficacia de las medidas adoptadas.

Otra vertiente importante de la política de comunicación ha sido la actuación del banco central como prescriptor, en general, de política económica. En este sentido, hay que destacar, especialmente, el discurso de M. Draghi en Jackson Hole, en agosto de 2014<sup>75</sup> (es decir, en el período examinado), que marcó un importante punto de inflexión respecto a lo que podríamos denominar la ‘doctrina canónica’ sobre la política económica a aplicar en relación con la crisis en la eurozona. La nueva orientación consagrada por Draghi afirmaba que la política monetaria no podía ser ‘el único juego en la ciudad’ (‘the only game in the town’) en el combate contra la crisis y consideraba que éste debía apoyarse en tres pilares: la política monetaria, la política fiscal y las reformas estructurales. Este pronunciamiento tuvo una especial significación. En primer lugar, por el singular papel del BCE, como actor decisivo en el diseño y la ejecución de la política económica en la zona euro. En segundo lugar, porque suponía, de alguna forma, el reconocimiento oficial del fracaso de la política de austeridad expansiva, aplicada durante la etapa 2010-2013, y la necesidad de contar con la política fiscal, como un instrumento imprescindible de política macroeconómica.

*6o período (marzo de 2015-diciembre de 2017): política monetaria decididamente expansiva*

El sexto período empieza en marzo de 2015 y se extiende hasta diciembre de 2017. Está marcado poderosamente por el hecho de que el BCE opta por una política monetaria decididamente expansiva, cuyas manifestaciones fundamentales son, por una parte, la reducción al 0% del tipo de interés de las operaciones activas (recordemos que el tipo de interés con

---

75 Vid. Draghi (2014).

el que se retribuyen los depósitos de los bancos en el BCE ya se había situado por debajo de cero en el período anterior) y, por otra, la puesta en marcha de la política de *Quantitative Easing*, mediante la compra masiva de bonos. En concreto, las medidas más significativas adoptadas por el BCE durante este período son las que se destacan a continuación.

i) Continuación de la política de reducción de los tipos de interés de las operaciones de financiación del sistema bancario hasta alcanzar el 0%. El BCE mantuvo la política de disminución de tipos adoptada de forma consistente y sin altibajos desde noviembre de 2011 y consagrada en julio de 2013, en la primera manifestación explícita de política de *Forward Guidance*. Así, el tipo de interés de las operaciones de crédito a la banca (MRO), que se había situado en el 0,05% en septiembre de 2014, se redujo al 0% el 16 de marzo de 2016, nivel en el que se situaba hasta el final del período examinado y se mantenía aún en diciembre de 2018. Por su parte, el tipo de interés con el que se retribuyen los depósitos del sistema bancario en el BCE, que ya había entrado en territorio negativo en junio de 2014, continuó reduciéndose, primero al -0,3% en diciembre de 2015 y posteriormente hasta el -0,4% el 16 de marzo de 2016, tipo que seguía también vigente en diciembre de 2018 (Tabla 5.1 y Gráfico 5.1)<sup>76</sup>.

ii) Implementación de los programas de compra masiva de activos (APP) (QE)<sup>77</sup>. El 9 de marzo de 2015 el BCE puso en marcha el programa PSPP, consistente en la compra a gran escala de bonos del sector público. Aunque, como ya hemos visto, éste no era, de hecho, el primer programa de esta naturaleza impulsado por el BCE, su importancia cuantitativa, así como el hecho de que la autoridad monetaria anunciara su intención de mantener la política de compra de activos por un período de tiempo y en unas cuantías determina-

---

76 Vid. ECB (f) y ECB (2016a).

77 Vid. ECB (d) y el segundo apartado para un mayor detalle sobre las características específicas de este programa.

das, hicieron que la fecha de marzo de 2015 se asocie al inicio de la política de expansión cuantitativa, por parte del BCE.

Como se ha señalado también anteriormente, el conjunto de programas que integran la política de expansión cuantitativa quedó englobado bajo la denominación de ‘Expanded Asset Purchase Programme’ (APP). Además del programa PSPP, comprende los programas CBPP3 y ABSPP, iniciados en octubre y noviembre de 2014 y a los que ya se ha hecho mención, y el ‘Corporate Sector Purchase Programme’ (CSPP), establecido en junio de 2016 y destinado a la adquisición de bonos emitidos directamente por las empresas. Las compras netas de activos se situaron en una cifra de 60.000 millones de euros mensuales entre marzo de 2015 y marzo de 2016, subieron hasta los 80.000 millones entre abril de 2016 y marzo de 2017, y volvieron a los 60.000 millones entre abril y diciembre de 2017, por lo que se refiere al período que estamos examinando<sup>78</sup>.

iii) Mantenimiento y consolidación de la política de *Forward Guidance*, iniciada en el período anterior. Ello significa que el BCE anunció con gran antelación la política que iba a seguir tanto respecto a los tipos de interés, como a las compras de activos. En ambos aspectos, como se verá a continuación, se puede apreciar como cada vez se va produciendo una mayor precisión en las declaraciones y comunicados emitidos por el BCE.

Este sexto período viene marcado, pues, fundamentalmente, por el definitivo cambio de prioridades del BCE, y en general de los distintos *policy-makers*, en relación con la economía de la eurozona. El problema fundamental no era ya resolver la crisis de la deuda soberana, ni evitar el colapso bancario, ni, por supuesto, garantizar la supervivencia de la moneda única, sino sacar a la economía europea definitivamente de la recesión, y hacer frente al riesgo de una larga fase de estancamiento y

---

<sup>78</sup> Vid. ECB (2016a, b, c, d y 2017b) y ECB (d).

atonía, que parecía incluir el peligro no descartable de caer en un ciclo deflacionista. El objetivo fijado por los tratados al BCE, que es mantener una inflación por debajo, pero cercana, al 2%, exigía, pues, adoptar una política decididamente expansiva, y ésta es la nota que caracteriza, por encima de cualquier otra, a la política monetaria en esta etapa.

Por una parte, la autoridad monetaria continuó con la política de reducción de los tipos de interés, hasta dejar en cero el correspondiente a las operaciones activas, que es el límite autoimpuesto por casi todas las autoridades monetarias centrales<sup>79</sup>, y reducir hasta situarlo en cifras negativas (el -0,40%), el aplicado a los depósitos de las entidades bancarias. Hay que subrayar que con ello el BCE adoptaba una política más decidida que la seguida por la mayoría de los bancos centrales. Ni la FED, ni el Bank of England han llegado a establecer tipos negativos para las operaciones de pasivo, medida que cuenta con los precedentes de los bancos centrales de Suecia, Dinamarca, Japón y Suiza.

Por otra parte, el BCE impulsó una política de aumento masivo de la liquidez, a través de los programas de compra de bonos públicos y privados (APP). Ello significa que, una vez agotado el recorrido para seguir reduciendo el tipo de interés al llegar al límite cero (el ZLB o el ELB) y con la inflación muy por debajo del objetivo del 2%, el BCE decidió hacer un uso desacoplejado de esta medida no convencional (que, como se ha visto, la FED ya había empezado a emplear en noviembre de 2008, es decir, seis años y medio antes) como un instrumento clave de política monetaria. Como ya se ha indicado, el programa APP supuso una compra de bonos públicos y privados de 60.000 millones de euros mensuales y durante el año comprendido entre abril de 2016 y marzo de 2017 alcanzó

---

<sup>79</sup> Los expertos (del mundo académico y *policy-makers*) suelen considerar cero el límite inferior de los tipos de interés ('zero lower bound', ZLB), aunque durante la crisis se ha considerado la posibilidad de tipos inferiores a cero. Por ello, la expresión ELB ('effective lower bound') ha ido reemplazando a la de ZLB. El capítulo 6 aborda este tema con mayor profundidad.

los 80.000 millones al mes<sup>80</sup>. Al adoptar el programa, el BCE anunciaba, además, el compromiso de mantenerlo hasta septiembre de 2016 y subrayaba que el propósito era cumplir con su mandato estatutario respecto a la inflación<sup>81</sup>.

La política de expansión cuantitativa adoptada desde marzo de 2015 tuvo un impacto muy destacado en el balance del BCE, que aumentó en más del doble entre septiembre de 2014 (punto mínimo del período anterior) y diciembre de 2017. En concreto, en este tiempo pasó de los 2,0 a los 4,5 billones, con un incremento de casi el 120%; y del 98,67% a lo largo de este sexto período (entre marzo de 2015 y diciembre de 2017). Estas cifras contrastan poderosamente con las de la Reserva Federal de EUA, que precisamente en aquellos momentos había entrado en la fase de estabilización del volumen de su balance, que había alcanzado su punto máximo en febrero de 2015, y empezó a reducirse, aunque muy gradualmente, en el último trimestre de 2017 (lo que hace que en el período considerado experimentara un descenso del 1,12%)<sup>82</sup> (Tabla 5.3 y Gráfico 5.4).

Las medidas de expansión cuantitativa condujeron a un aumento muy importante del peso del balance del BCE en relación al PIB de la zona euro, que pasó del 21,4% al 39,9% entre marzo de 2015 y diciembre de 2017, es decir, a lo largo del período que estamos examinando. Se trata, por otra parte, de un porcentaje mucho más elevada del que llegó a alcanzar el balance de la FED respecto al PIB de Estados Unidos, en su punto más elevado (25,7% en diciembre de 2104) (Tabla 5.3 y Gráfico 5.4).

Como es sabido, esta política de decidida expansión cuantitativa no fue adoptada sin disensiones en los órganos de gobierno del BCE, que a su

---

80 ECB (2016 a, b, c, d y 2017b).

81 ECB (2015).

82 Hay que recordar que la última ronda de *Quantitative Easing* de la FED había finalizado en octubre de 2014 y que a finales de 2017 ya estaba empezando la política de absorción de liquidez y reducción del balance. Vid. Ng-Wessel (2017: 2) y FED (2012 y 2017).

vez reflejaban las diferentes posiciones de los principales países de la zona euro respecto a esta cuestión. Como ya había sucedido anteriormente cuando en 2012 el BCE decidió la creación de las OMT's, la cuestión acabó en el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, con sede en Luxemburgo, que en su sentencia de 11 de diciembre de 2018 se pronunció a favor de la conformidad de las decisiones adoptadas por el BCE con los Tratados de la UE.

Hay que subrayar, por último, que el BCE dio cada vez un mayor protagonismo a la política de *Forward Guidance*, iniciada en julio de 2013, en el período anterior, cuando expresó su firme compromiso de mantener a medio plazo la política de tipos de interés a niveles extremadamente reducidos. Como se ha apuntado antes, desde entonces cada vez es más claramente perceptible un progresivo perfeccionamiento en los contenidos (siempre minuciosamente redactados) de los comunicados y declaraciones del BCE respecto a sus intenciones, tanto en relación a la política de tipos de interés, como a las medidas de expansión cuantitativa.

Así, por lo que se refiere a los tipos de interés, desde julio de 2016, el BCE incluye en todos los comunicados posteriores a las reuniones del Consejo de Gobierno la fórmula de que éstos se mantendrán en los niveles actuales por un dilatado período de tiempo y, en cualquier caso, hasta más allá del momento en que terminen las compras de activos<sup>83</sup>.

Por su parte, el BCE comunica cada vez de manera más precisa y con mayor antelación sus propósitos respecto a la política de compras de activos. Al poner en marcha, en marzo de 2015, el programa de QE anunció que las compras netas de activos (al principio, como se ha visto, por un impor-

---

83 La comunicación posterior a la reunión del Consejo de Gobierno del BCE del 21 de julio de 2016 dice, en concreto, que éste continúa considerando que “los tipos de interés claves se mantendrán en los niveles actuales por un prolongado período de tiempo, y hasta bastante después del horizonte de las compras netas de activos”, ECB (2016c). A partir de entonces, la misma fórmula se siguió empleando en todos los comunicados posteriores a las reuniones del Consejo de Gobierno.

te mensual de 60.000 millones de euros) se mantendrían, como mínimo, hasta septiembre de 2016<sup>84</sup>. Luego, se situaron en 80.000 millones en abril de 2016, y el BCE comunicó en julio de este año que se mantendrían a este nivel hasta marzo de 2017<sup>85</sup>. En diciembre de 2016 informó de que se reducirían de nuevo a 60.000 millones a partir de abril, y al menos hasta diciembre, de 2017<sup>86</sup>. Y en octubre de 2017, finalmente, comunicó, después de la reunión de su Consejo de Gobierno, que se reducirían a 30.000 millones mensuales desde enero de 2018, y que se mantendrían a este nivel al menos hasta septiembre de este año<sup>87</sup>.

El BCE fue precisando, pues, cada vez más la senda de sus futuras actuaciones e informando con mayor antelación sobre ellas. Con la política de FG, el BCE deseaba influir de manera decisiva en las expectativas de los agentes económicos, anticipando que estaba dispuesto a utilizar el QE, por una parte, con una potencia de fuego desconocida hasta entonces en la zona euro y, por otra parte, por un prolongado período de tiempo. Cuidándose siempre de manifestar, hay que subrayarlo, que ello lo hacía en cumplimiento del mandato que le atribuyen los tratados de conseguir la estabilidad de precios<sup>88</sup>.

*7o período (enero-diciembre de 2018): retorno gradual a la normalidad*

La aparición de signos esperanzadores de recuperación en la zona euro,

---

84 Vid. ECB (2015).

85 Consejo de Gobierno del BCE de 21 de julio de 2016; vid. ECB (2016c).

86 Consejo de Gobierno del BCE de 8 de diciembre de 2016; vid. ECB (2016d).

87 Consejo de Gobierno del BCE de 26 de octubre de 2017; vid. ECB (2017b).

88 Así, al anunciar en 2015 el programa de adquisición de bonos, el BCE añadía que el mismo se llevaría a cabo hasta que “se constate un ajuste sostenido en la senda de inflación, que sea consistente con su objetivo de alcanzar unas tasas de inflación por debajo, pero cercanas, al 2% en el medio plazo”, ECB (2015: 1)). Por otra parte, a partir del 21 de julio de 2016, todos los comunicados del BCE posteriores a las reuniones de su Consejo de Gobierno en los que se hace referencia a las medidas de adquisición de activos, contienen la fórmula “hasta que el Consejo de Gobierno aprecie un ajuste sostenido en la senda de inflación consistente con el objetivo de inflación”, ECB (2016c).

tanto respecto al crecimiento del PIB, como a la inflación condujeron, el año 2018, a que el BCE iniciara la desescalada de la política de expansión cuantitativa que había caracterizado el período anterior. Este proceso ha sido llevado a cabo con gran prudencia y siempre en función de la evolución de las variables macroeconómicas fundamentales. De esta manera, las dos notas que han caracterizado esta política de desescalada, o de vuelta a la normalidad, por parte del BCE, han sido, por una parte, el acentuado gradualismo y, por otra, la gran previsibilidad, es decir, las medidas a adoptar, tanto en materia de tipos de interés como de *Quantitative Easing*, han sido anunciadas siempre con gran antelación. Las características fundamentales de estas medidas durante el período examinado son las tres siguientes:

i) En primer lugar, se inicia el proceso de reducción de las compras netas de activos (QE) por parte del BCE. Entre enero y septiembre de 2018, el ritmo mensual de adquisiciones descendió de 60.000 a 30.000 millones de euros, y de octubre a diciembre, pasó a 15.000 millones. De esta manera, en el año 2018 en dos ocasiones se contrajeron las compras netas de activos, que terminaron en diciembre<sup>89</sup>. El balance del BCE continuó, pues, aumentando, pero a un menor ritmo que en períodos anteriores. En diciembre de 2018, se situaba en 4,67 billones de euros, lo que supone el 40,4% del PIB de la zona euro. Esto significa que, al finalizar oficialmente (y siempre en función de las circunstancias) las medidas de QE, el balance del BCE se había multiplicado por cuatro respecto al que tenía en agosto de 2007, cuando empezó la crisis, y por algo más de dos respecto el de marzo de 2015, cuando empezó el QE (Tabla 5.3).

Hay que subrayar que, al adoptar la decisión de reducir las compras a 15.000 millones de euros durante el último trimestre y darlas por

---

<sup>89</sup> En concreto, en su reunión del 14 de junio de 2018, el Consejo de Gobierno del BCE anticipó “que después de septiembre (...) la senda mensual de compras netas de activos será reducida a 15.000 millones de euros hasta el final de diciembre de 2018 y que las compras netas finalizarán entonces”, ECB (2018b).

finalizadas el uno de enero 2019, el Consejo de Gobierno del BCE quiso subrayar especialmente que, a partir de este momento, las cantidades amortizadas serían reinvertidas en la compra de activos, de manera que se mantuviera invariado el saldo neto existente<sup>90</sup>. El BCE señalaba, además, que esta política se mantendría por un dilatado período de tiempo, a partir del momento en que empezaran a aumentar los tipos de interés clave<sup>91</sup>.

ii) En segundo lugar, se mantienen inalterados los tipos de interés y se anuncia que estos seguirán sin modificarse por un largo período de tiempo. Es decir, el tipo de las operaciones principales de crédito a la banca (MRO) ha continuado fijado en el 0% y el de los depósitos de la banca en el BCE en el -0,4%, en que habían quedado situados en marzo de 2016<sup>92</sup>. El Consejo de Gobierno del BCE advertía, además, en cada una de sus reuniones, de que los tipos de interés se mantendrían en estos valores por un dilatado período de tiempo y, en junio de 2018, precisaba que, en cualquier caso, hasta bastante más allá de que finalizara la política de QE de compras netas de activos y, en concreto, como mínimo, hasta el verano de 2019<sup>93</sup>.

---

90 El acuerdo del Consejo de Gobierno del BCE de 14 de junio de 2018 establece que éste “tiene la intención de, en el momento de su vencimiento, reinvertir las amortizaciones del principal de los activos adquiridos bajo el programa APP por un prolongado período de tiempo, una vez finalizada la compra neta de activos, y, en cualquier caso, por el tiempo que sea necesario para mantener las condiciones favorables de liquidez y un amplio margen de acomodación monetaria”, ECB (2018b).

91 “El Consejo de Gobierno tiene la intención [de reinvertir en su totalidad las cantidades amortizadas] por un prolongado período de tiempo después de la fecha en que empiece a subir los tipos de interés clave”, ECB (2018c).

92 Vid. Tabla 5.1 y ECB (f).

93 En sus reuniones de enero, marzo y abril de 2018 el Consejo de Gobierno del BCE señalaba que los tipos “se mantendrían en sus niveles actuales por un prolongado período de tiempo y bastante más allá del horizonte de las compras netas de activos”; a partir de la reunión de junio, la fórmula empleada precisaba que los tipos “se mantendrían en los niveles actuales al menos hasta el verano de 2019 y, en cualquier caso, por el tiempo necesario para asegurar una convergencia sostenida de la inflación a niveles por debajo, pero cercanos, al 2% a medio plazo”; vid. ECB (2018b).

iii) Finalmente, las medidas adoptadas por el BCE durante el año 2018 vienen caracterizadas, una vez más, por la continuidad de la política de *Forward Guidance*, establecida, como se ha visto, en julio de 2013, y que deviene desde entonces un eje central de la política monetaria. Así ocurre, como acabamos de señalar, tanto con las medidas relacionadas con la compra de activos (QE), como con la eventual modificación de los tipos de interés. El BCE informa de los pasos a seguir en el futuro con gran antelación. De esta manera la política de comunicación no es solo el instrumento necesario para dar a conocer las medidas a adoptar en cada uno de estos dos campos, sino que se convierte en una finalidad en ella misma.

El séptimo período en que hemos subdividido cronológicamente la actuación del BCE a lo largo de la Gran Recesión se extiende, pues, a lo largo del año 2018 y podríamos caracterizarlo como el del lento y gradual retorno a la normalidad. Antes de finalizar este apartado, sin embargo, resulta necesario formular tres consideraciones. La primera tiene que ver con el concepto ‘normalidad’, que deberíamos sustituir, probablemente, por el de una ‘cierta normalidad’ o, más precisamente, el de una ‘nueva normalidad’. En el próximo capítulo nos referimos extensamente a esta cuestión. Esto significa que la vuelta a la normalidad no es, en ningún caso, la vuelta a la situación anterior a la Gran Recesión, es decir, a la existente en los años 2006 o 2007. En primer lugar, porque algunos de los nuevos instrumentos empleados por la política monetaria a lo largo de la Gran Recesión (las medidas de *Quantitative Easing* y de *Forward Guidance*) se van a incorporar, con toda probabilidad, de manera permanente a su caja de herramientas. En segundo lugar, porque parece claro que a los objetivos convencionales de la política monetaria (estabilidad de precios y, en algunos países, pleno empleo) se debe añadir el de la estabilidad financiera y que el instrumento para alcanzarla es el de la política macro prudencial, cuyo campo de actuación hay que deslindar claramente del que es propio de la política monetaria. Y, en tercer lugar, porque las mag-

nitudes básicas sobre las que debe actuar la política monetaria han experimentado cambios de escala, y no van a regresar a los niveles previos a la Gran Recesión en un horizonte temporal más o menos previsible. Tanto por lo que se refiere a los tipos de interés, como, sobre todo, al balance de los bancos centrales. Esto significa que la nueva etapa, finalizadas las compras netas de activos (que es el punto en que se encuentra el BCE) y que puede continuar, transcurrido un tiempo, con una política de ventas netas (que en la FED empezó a finales de 2017), no va a conducir a que los balances de los bancos centrales se sitúen en los niveles precrisis, sino en tamaños sensiblemente superiores.

La segunda consideración guarda relación, precisamente, con las medidas de política monetaria que podrían caracterizar una cierta vuelta a la normalidad y con el ritmo de aplicación de estas. En la zona euro, como hemos visto, el año 2018 marca el final de la política de compras netas de activos, que supuso el consiguiente aumento del balance del BCE. Quedaban, pues, por dilucidar dos cuestiones esenciales: en primer lugar, para cuando estaba previsto empezar la política de aumento de los tipos de interés, y a qué ritmo éste iba a tener lugar; y, en segundo lugar, cuando iba a empezar la política de venta neta de activos, y también a qué ritmo se iba a producir. En el curso de 2018, la autoridad monetaria quiso precisar tres puntos de gran importancia<sup>94</sup>: en primer lugar, que los tipos de interés no iban a aumentar como mínimo hasta el verano de 2019; en segundo lugar, que las cantidades amortizadas iban a ser reinvertidas por un largo período de tiempo, a partir del momento en que finalizara la compra neta de activos, con el fin de mantener inalterado el balance del BCE; en tercer lugar, que este período de tiempo iba a extenderse bastante más allá del momento en que empezaran a aumentar los tipos de interés<sup>95</sup>.

El orden de los acontecimientos seguido por el BCE ha ido siguiendo

---

94 Reuniones del Consejo de Gobierno del BCE de julio, septiembre, octubre y diciembre de 2018.

95 ECB (2018c).

una pauta parecida a la adoptada por la FED en su momento: primero, octubre de 2014, finalización de la política de *Quantitative Easing* (compra neta de activos); segundo, diciembre de 2015, inicio de la política de aumento de los tipos de interés; y, finalmente, tercero, septiembre de 2017, inicio de la política de reducción del balance mediante la venta neta de activos (‘tapering’)<sup>96</sup>. Quedan por dilucidar los plazos. Si hubieran sido parecidos a los empleados por la FED, hubiera cabido esperar que en el último trimestre de 2019 empezaran a subir muy gradualmente los tipos de interés y dos años más tarde, a finales de 2021, las ventas netas de activos. Pero es evidente que tanto las medidas adoptadas, como el ritmo de su aplicación, están totalmente supeditadas a la evolución de las grandes magnitudes macroeconómicas, como el propio BCE ha advertido reiteradamente en el momento de adoptar sus decisiones. Y está claro que, en este punto, hay que tener en cuenta que mientras que la FED actuaba en plena fase expansiva cuando empezó a subir los tipos de interés, y después a reducir su balance (y aun así, hay que recordar el episodio del ‘taper tantrum’, cuando en la primavera de 2013 Ben Bernanke tuvo que rectificar el anuncio de que en algún momento la FED debería empezar a adoptar medidas de reducción del balance, por el impacto negativo que ello tuvo sobre la economía<sup>97</sup>), en cambio, el BCE lo hace en un momento en que existen serias incertidumbres sobre las perspectivas a corto y medio plazo respecto a la evolución de la economía de la zona euro.

Es en este contexto que hay que situar las declaraciones y decisiones adoptadas por el BCE a lo largo del primer semestre de 2019, que suponen, de alguna manera, una ralentización en el ritmo de la vuelta a la normalidad que parecía preverse en 2018 y ahora estamos comentando.

---

96 Yellen (2016: 9) señala que la FED consideró la posibilidad de empezar reduciendo el balance antes de iniciar las subidas de los tipos de interés, pero que optó por la solución alternativa porque se conocen mejor los efectos sobre la economía real de los cambios en los tipos de interés que los producidos por las medidas de QE; para un mayor detalle sobre este punto, vid. el Capítulo 6.

97 Vid. el Capítulo 6.

La aparición de una serie de dudas sobre la solidez de la recuperación económica y la existencia de una tasa de inflación persistentemente baja, han conducido a una serie de manifestaciones del BCE en la línea de reconsiderar estas medidas más bien de tipo contractivo e incluso a plantear la posibilidad de nuevas actuaciones de carácter expansivo. Por una parte, el BCE ha ido dilatando el plazo previsto para empezar a subir los tipos de interés<sup>98</sup>, y consiguientemente para empezar la política de reducción del balance (que en ningún caso no debería ocurrir hasta transcurrido un dilatado período de tiempo después de la subida de tipos). Por otra parte, adoptó una serie de operaciones destinadas a incrementar la liquidez, a través de créditos a muy largo plazo al sistema bancario, en la modalidad TLTRO's. Estas medidas han ido acompañadas de posicionamientos públicos en el mismo sentido de los máximos responsables del BCE, entre los cuáles adquiere una especial importancia el de Draghi (2019) en la Conferencia Anual organizada en Sintra por el BCE. También durante el primer semestre de 2019, la FED ha adoptado una línea de actuación parecida a la del BCE, si cabe aún más marcada, puesto que, en este caso, más que una ralentización de los planes ha supuesto, en cierta medida, una rectificación de las medidas anunciadas previamente. Por una parte, al adoptar la decisión de mantener invariados los tipos de interés, en lugar de mantener la política prevista de continuarlos incrementando<sup>99</sup>; y, por otra parte, al disminuir el ritmo de la política de desinversiones de activos y reducción del balance y anunciar su conclusión en septiembre de 2019<sup>100</sup>.

La tercera consideración sirve para enmarcar este séptimo período en el contexto general de los siete en que hemos caracterizado la política monetaria del BCE a lo largo de la Gran Recesión. Este séptimo período supone el final de un ciclo y el inicio de otro. Con él cerramos el ciclo de

---

98 En marzo, el Consejo de Gobierno del BCE retrasó este plazo hasta finales de 2019 [ECB (2019a)] y después, en junio, al menos hasta la primera mitad de 2020 [ECB (2019b)].

99 Vid. FED (2019a, b y c).

100 Vid. FED (2019b y d).

más de diez años que empieza en agosto de 2017 y finaliza en diciembre de 2018, en el que la política monetaria del BCE ha estado presidida por la Gran Recesión. La Gran Recesión en la zona euro había terminado antes, ciertamente. Desde finales de 2013 la economía se hallaba con cifras positivas, aunque débiles, de crecimiento del PIB (Gráfico 5.2), pero la política monetaria aún estaba fuertemente condicionada por la alargada sombra que ésta proyectaba. No es hasta enero de 2019 que se pone fin a la política de compras netas de activos y hasta junio de 2018 que el BCE insinúa, con todas las cautelas, posibles incrementos de tipos de interés para el verano de 2019.

La vuelta a la normalidad es, pues, como ya hemos señalado antes, sólo relativa y la decisión de situar la fecha de final de ciclo en un momento u otro tiene siempre, sin duda, algo de arbitrario. Pero entendemos que existen argumentos suficientemente sólidos, a los que creemos habernos referido con detalle en las líneas precedentes, para considerar que diciembre de 2018 constituye una buena fecha para situar en ella el final del séptimo período, y con él, el del ciclo de más de diez años en que la política monetaria del BCE ha estado presidida por un episodio excepcional de gran relevancia como ha sido la necesidad imperiosa de hacer frente a la crisis financiera y la Gran Recesión. A partir de esta fecha, se inicia un nuevo ciclo en el que la huella de la Gran Recesión sigue sin duda presente, pero ésta habrá dejado de ser, como lo fue en el ciclo anterior, el factor hegemónico a la hora de determinar la política monetaria a seguir.

## **El BCE tras la prueba de la Gran Recesión**

A menos de diez años de su creación, la Gran Recesión ha confrontado al BCE a una prueba de grandes proporciones. Apenas asentadas las reglas y los mecanismos institucionales de la política monetaria en la zona euro, ésta se vio sometida a unas circunstancias de gran complejidad y gravedad, que obligaron a replantear algunos de sus postulados y a adoptar innovaciones, sin disponer de margen para la experimentación previa.

Como se señalaba en el apartado introductorio de este capítulo, a ello han contribuido tres factores fundamentales: la profundidad y las características singulares de la crisis en la zona euro (donde se superpusieron y entrecruzaron cuatro crisis: la Gran Recesión, la crisis bancaria, la crisis de la deuda soberana y la crisis de la moneda única); las limitaciones de la política monetaria cuando los tipos de interés se hallan próximos a cero; y el hecho de que el BCE fuera la única institución económica a nivel de la zona euro con capacidad de actuación realmente autónoma, sin tener que depender de instituciones intergubernamentales.

Todo esto ha dado al BCE un protagonismo inusual, superior, sin duda, al que ha correspondido a otros bancos centrales. Es cierto que todos ellos han debido innovar en materia de política monetaria, cuando se ha agotado el recorrido de los tipos de interés, al hallarse éstos en las zonas del ZLB o del ELB. Y también resulta innegable que en esta crisis los bancos centrales han tenido un especial protagonismo en todas partes. Pero hay que subrayar dos grandes diferencias entre la zona euro y las otras grandes zonas monetarias: en primer lugar, en ninguna de ellas la Gran Recesión ha derivado en crisis de las deudas soberanas y de la propia moneda única, como sí ha ocurrido en Europa; y, en segundo lugar, en todas ellas, al lado de la autoridad monetaria, existían instituciones a nivel central capaces de llevar a cabo las grandes medidas de política económica requeridas por la crisis.

De alguna manera, en la zona euro, el BCE ha sido la única institución típicamente ‘central’ (es decir, al nivel del gobierno central) disponible para llevar a cabo políticas macroeconómicas. En los Estados Unidos, Canadá, Reino Unido o Japón, en este nivel central de gobierno, al lado del banco central, existían un gobierno, un ministerio de finanzas, un Tesoro, un parlamento. En cambio, en la zona euro han existido un BCE y diecisiete (dieciocho o diecinueve, según el momento de la Gran Recesión) gobiernos, ministerios de finanzas, Tesoros y parlamentos. En el mejor de los casos, junto con instancias intergubernamentales (el Consejo de la

Unión y el Eurogrupo, básicamente), donde están representadas estas instituciones de los estados miembros, más una Comisión y un Parlamento europeos, con unos poderes muy inferiores a los de sus homónimos de aquellos otros países a los que nos hemos referido. La diferencia es, pues, sustancial.

En la zona euro, no había unas instituciones capaces de llevar a cabo una política fiscal, de emitir la deuda soberana del gobierno central, ni de adoptar las medidas de política económica precisas (por ejemplo, en el terreno bancario) para hacer frente a la crisis. Sólo había disponible el BCE. Este hecho ha tenido dos consecuencias: por un lado, la respuesta a la Gran Recesión ha sido menos eficaz que en otras áreas; por otro lado, en diversas ocasiones el BCE ha tenido que actuar en terrenos que se situaban al límite de sus competencias y de su capacidad, porque no existían otras instituciones que pudieran hacerlo.

El BCE ha debido hacer, pues, frente a la Gran Recesión en unas condiciones de gran dificultad, agravadas por circunstancias como la inexperiencia, la soledad y la especial gravedad de los problemas que ha debido afrontar. Pasado lo peor de la tormenta, cuando parece superada la Gran Recesión y la política monetaria ha emprendido un gradual retorno a la normalidad, al resumir la actuación del BCE a lo largo de este período de tiempo, a nuestro parecer cabría destacar tres aspectos fundamentales:

i) El BCE ha desempeñado un papel decisivo para preservar la moneda única, superar la crisis de la deuda soberana, reestablecer la estabilidad del sistema bancario y, en definitiva, sacar a la zona euro de la Gran Recesión. En el momento de hacer balance, existiría, probablemente, una gran coincidencia en que el BCE es la institución de la zona euro que más ha hecho para hacer frente a la Gran Recesión. Es cierto que el comportamiento de esta zona ha sido peor que el de otras zonas monetarias (sobre todo, que el de los Estados Unidos, con el que resulta inevitable la comparación), pero ello ha

sido debido antes a los defectos de diseño de la moneda única y a las decisiones más que discutibles adoptadas en el terreno de la política fiscal, que no a errores del BCE.

ii) El BCE que tenemos después de la Gran Recesión es un BCE distinto al que había cuando ésta empezó. Se trata de una institución más consolidada, más fuerte, que ha tenido que hacer frente con éxito a una experiencia, ante la que podría haber sucumbido, como podría haberlo hecho la propia zona euro. Aunque no se haya producido ningún cambio en sus tratados fundacionales, la realidad es que durante este período de tiempo hemos asistido a una mutación de fondo en el BCE y en la política monetaria. Este cambio es perceptible en distintas dimensiones. En primer lugar, en su radio de acción. A pesar de que el mandato al que debe atender el BCE continúa siendo la estabilidad de precios, está claro que a lo largo de la crisis hemos visto como su actuación se extendía a muchos otros terrenos. Vistas las cosas con la perspectiva de que ahora disponemos, resulta innegable que la actuación del BCE ha estado motivada, en buena medida, por la necesidad de hacer frente a los riesgos de estancamiento y recesión o, en otro momento, a la crisis de la deuda soberana, y que su intervención ha resultado decisiva en ambos campos. Si bien es verdad que, como hemos visto en apartados anteriores, se ha cuidado siempre de precisar el vínculo causal existente entre las medidas adoptadas y el mandato de preservar la estabilidad de precios Y, entrando en terrenos más específicos, el BCE ha ampliado también su campo de actuación en dos direcciones adicionales: primero, al asumir la responsabilidad de uno de los pilares de la unión bancaria (el de la supervisión) y, segundo, al aparecer como uno de los actores que deberán desempeñar un papel destacado en un campo que saldrá indiscutiblemente fortalecido de la crisis, como es el de la política macro prudencial.

Una segunda dimensión es la ampliación del arsenal de instrumentos de política monetaria que forman parte de la caja de herramientas

del BCE. Empezó la Gran Recesión con un solo instrumento a su disposición (los tipos de interés a corto plazo) y esta termina habiendo añadido dos instrumentos adicionales de gran importancia, como son las medidas de QE y de *Forward Guidance*, que, como veremos en el próximo capítulo, parecen haberse incorporado de forma permanente a esta caja de herramientas. En tercer lugar, finalmente, el BCE sale de la Gran Recesión notablemente reforzado en su dimensión institucional. No solamente, y ello es probablemente lo más importante, desde el punto de vista de su prestigio y reputación, sino también por la consolidación del conjunto de reglas, procedimientos y hábitos de funcionamiento que se han ido estableciendo a lo largo de estos años y que constituyen, finalmente, la garantía de la solidez y la continuidad de las instituciones.

iii) La zona euro emerge de la Gran Recesión como una zona más fuerte y vertebrada institucionalmente, pero, a la vez, también más consciente de sus limitaciones y de las tareas todavía pendientes, es decir, más consciente de su debilidad. Por una parte, la Gran Recesión ha sido el detonante de un conjunto de grandes transformaciones, que han conducido a que la zona euro ofrezca en 2019 una solidez institucional sin duda muy superior de la que tenía el año 2007, cuando empezó la crisis. Sin ánimo de realizar una valoración exhaustiva de las mismas, es necesario referirse a algunas de las principales reformas adoptadas a lo largo de estos años. En primer lugar, en el terreno fiscal y presupuestario se han adoptado un conjunto de disposiciones (el Tratado sobre la Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM y los denominados ‘Six-Pack’ y ‘Two-Pack’) dirigidos fundamentalmente a garantizar la disciplina presupuestaria de los estados miembros<sup>101</sup>. En segundo lugar, en el terreno de la deuda pública, hay que destacar sobre todo la creación del ESM, al que nos hemos referido con cierto detalle en el segundo

---

101 Vid. European Union (2012b y 2013), European Commission (a), European Parliament (2014) y Riso (2013).

apartado de este capítulo, cuya finalidad fundamental es prevenir el riesgo de *default* de la deuda soberana de los estados miembros de la zona euro. En tercer lugar, en el campo de la unión bancaria, se ha implementado ya el pilar del supervisor único, responsabilidad atribuida, como se acaba de mencionar, al BCE y se han dado pasos significativos en el pilar del mecanismo único de resolución (al que nos hemos referido también, tangencialmente, al hablar del ESM). Finalmente, hay que mencionar la institucionalización de los mecanismos de vigilancia y supervisión de los desequilibrios macroeconómicos en los países de la zona euro, que tienen la finalidad de poder alertar, primero, y permitir adoptar las medidas apropiadas para corregirlos, después, sobre eventuales desequilibrios, como los que estallaron en los países denominados periféricos al aparecer la Gran Recesión<sup>102</sup>.

Todas estas son mejoras sustanciales, que consolidan, institucionalizan y confieren a la zona euro una musculatura de la que sin duda adolecía, cuando se produjo la Gran Recesión. Sin embargo, resulta innegable, como se señalaba al principio de este punto, que todavía queda un importante camino por recorrer para poder afirmar que la zona euro dispone ya de los instrumentos precisos para hacer frente con garantías suficientes a nuevos episodios de gravedad extrema, como el que supuso la Gran Recesión. La unión monetaria sigue siendo una unión monetaria incompleta. Más completa que al empezar la Gran Recesión, ciertamente, pero aún incompleta. Las medidas adoptadas en el campo de la unión fiscal son insuficientes. Hasta ahora han ido en una sola dirección, como es tratar de garantizar la disciplina fiscal de los estados miembros. Pero, en cambio, son prácticamente inexistentes los pasos dados hacia la creación de instituciones fiscales comunes (presupuesto, impuestos y Tesoro). En el terreno de la unión bancaria se ha avanzado hasta la mitad del camino. El mecanismo único de resolución está a medio comple-

---

102 Formalmente, el 'Macroeconomic Imbalance Procedure' está incluido dentro del 'Six-Pack', aprobado en 2011; vid. European Commission (2019a y b) y European Parliament (2014).

tar y existen serias dudas de que resultara realmente suficiente ante crisis bancarias de verdadera envergadura, y no se ha avanzado en absoluto en el de un fondo de garantía de depósitos a nivel de la zona euro. En definitiva, existe una conciencia relativamente generalizada de que todavía están pendientes reformas de gran profundidad, y el hecho es que en los últimos años tanto la Comisión Europea como numerosos estados miembros han formulado una cantidad importante de propuestas en este sentido, todas las cuáles comportan, en una u otra medida un mayor grado de integración política.

La problemática que suscita la construcción de la UEM sobrepasa, por supuesto, el ámbito estricto de actuación del BCE y de la política monetaria, pero no podíamos concluir este capítulo sin referirnos a las transformaciones que se han producido, y a las reformas que todavía están pendientes, en el conjunto de la zona euro, en la medida en que unas y otras están intrínsecamente ligadas a la actividad y las responsabilidades del BCE. En primer lugar, porque el BCE no ha cesado de advertir, cada vez que ha tenido la ocasión de hacerlo, de que la política monetaria no podía ser el único juego en la ciudad. De lo que se infería, aunque no lo dijera, que el BCE no podía ser el único actor de este drama. En segundo lugar, porque la ausencia de otros actores, y de otras políticas, ha obligado al BCE a tener que multiplicarse y actuar en todos los frentes, a pesar de que algunos de ellos no entraran en puridad dentro del campo de su mandato. Y, en tercer lugar, porque, aunque siempre con prudencia y sin salirse del papel que le corresponde, entre las numerosas propuestas de reforma que se han formulado en estos años, las del BCE figuran entre las más destacadas y son dignas de ser consideradas. De manera, que este capítulo destinado a examinar la política monetaria aplicada por el BCE durante la Gran Recesión no podía concluir sin hacer esta breve referencia a los cambios que se han producido y a los que todavía están pendientes, no ya en el BCE, sino en el conjunto de la zona euro.

## Bibliografía

- ECB (a) European Central Bank, “The definition of price stability” <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>
- ECB (b) European Central Bank, “Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO’s)” <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>
- ECB (c) European Central Bank, “Open market operations” <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>
- ECB (d) European Central Bank, “Asset purchase programmes” <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- ECB (e) European Central Bank, “Monetary policy decisions” <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>
- ECB (f) European Central Bank, “Key ECB interest rates” [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)
- ECB (2010) European Central Bank, “Chronology of Monetary Policy Measures of the Eurosystem”, *Monthly Bulletin*, January 2010 (Annexes).
- ECB (2012a) European Central Bank, “Technical features of Outright Monetary Transactions”, 6 September [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)
- ECB (2012b) European Central Bank, “Chronology of Monetary Policy Measures of the Eurosystem”, *Monthly Bulletin*, October 2012 (Annexes).
- ECB (2013), European Central Bank, “The Governing Council’s Forward Guidance on the Key ECB Interest Rates”, *Monthly Bulletin*, July 2013, Box 1, pp. 7-9.
- ECB (2014) European Central Bank, “Chronology of Monetary Policy Measures of the Eurosystem”, *Monthly Bulletin*, January 2014 (Annexes).
- ECB (2015) European Central Bank, “ECB announces expanded asset purcha-

- se programme”, 22 January [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html)
- ECB (2016a) European Central Bank, “Monetary policy decisions”, 10 March 2016 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html>
- ECB (2016b) European Central Bank, “Monetary policy decisions”, 21 April 2016 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421.en.html>
- ECB (2016c) European Central Bank, “Monetary policy decisions”, 21 July 2016 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160721.en.html>
- ECB (2016d) European Central Bank, “Monetary policy decisions”, 8 December 2016 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.en.html>
- ECB (2017a) European Central Bank, “What is forward guidance?” [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward\\_guidance.en.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html)
- ECB (2017b) European Central Bank, “Monetary policy decisions”, 26 October 2017 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.en.html>
- ECB (2018a) European Central Bank, “Monetary policy decisions published in 2018” <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/mopo/2018/html/index.en.html>
- ECB (2018b) European Central Bank, “Monetary policy decisions”, 14 June 2018 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180614.en.html>
- ECB (2018c) European Central Bank, “Monetary policy decisions”, 13 December 2018 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181213.en.html>
- ECB (2019a) European Central Bank, “Monetary policy decisions”, 7 March 2019 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307~7d8a9d2665.en.html>

- ECB (2019b) European Central Bank, “Monetary policy decisions”, 6 June 2019 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190606~1876cad9a5.en.html>
- FED (2008) Federal Reserve, “Federal Reserve announces it will initiate a program to purchase direct obligations”, November 25, 2008 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20081125b.htm>
- FED (2009) Federal Reserve, “FOMC statement”, March 18, 2009 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20090318a.htm>
- FED (2010) Federal Reserve, “FOMC statement”, November 03, 2010 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20101103a.htm>
- FED (2010) Federal Reserve, “Federal Reserve issues FOMC statement”, September 13, 2012 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120913a.htm>
- FED (2012) Federal Reserve, “FOMC issues addendum to the Policy Normalization Principles and Plans”, June 14, 2017 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170614c.htm>
- FED (2019a) Federal Reserve, “Federal Reserve issues FOMC statement”, January 30, 2019 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190130a.htm>
- FED (2019b) Federal Reserve, “Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization”, January 30, 2019 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190130c.htm>
- FED (2019c) Federal Reserve, “Federal Reserve issues FOMC statement”, March 20, 2019 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190320a.htm>
- FED (2019d) Federal Reserve, “Balance Sheet Normalization Principles and Plans”, March 20, 2019 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190320c.htm>

- FED (2019e) Federal Reserve, “Federal Reserve issues FOMC statement”, June 19, 2019 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190619a.htm>
- Blinder, Alan; Ehrmann, Michael; de Haan, Jakob; Jansen, David-Jan (2017), “Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis”, *Working Paper Series* No 2047, European Central Bank, April 2017.
- Claeys, Grégory and Collin, Antoine Mathieu (2018), “Does the Eurogroup’s reform of the ESM toolkit represent real progress?”, December 13, 2018, Bruegel.
- Claeys, Gregory and Demertzis, Maria (2017), “How should the European Central Bank ‘normalise’ its monetary policy?”, *Policy contribution*, Issue n° 31, November 2017, Bruegel.
- Demertzis, Maria and Wolff, Guntram (2018), “Providing funding in resolution: Unfinished business even after Eurogroup agreement on EMU reform”, December 7, 2018, Bruegel.
- Draghi, Mario (2012), “Verbatim of the remarks made by Mario Draghi”, Global Investment Conference, London, 26 July 2012.
- Draghi, Mario (2014), “Unemployment in the euro area”, Annual central bank symposium, Jackson Hole, 22 August 2014.
- Draghi, Mario (2019), “Twenty Years of the ECB monetary policy”, ECB Forum on Central Banking, Sintra, 18 June 2019.
- Euro Summit (2018), Euro Summit meeting (14 December 2018)-Statement.
- Eurogroup (2018a), “Eurogroup report to Leaders on EMU deepening”, 04/12/2018.
- Eurogroup (2018b), “Term sheet on the European Stability Mechanism reform”, 4 December 2018.
- Eurogroup (2018c), “Terms of reference of the common backstop to the Single Resolution Fund”, 4 December 2018.
- European Commission (a), “The EU’s economic governance explained”

[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction_en)

European Commission (b), “Dealing with macroeconomic imbalances” [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macro-economic-imbalance-procedure/dealing-macro-economic-imbalance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macro-economic-imbalance-procedure/dealing-macro-economic-imbalance_en)

European Parliament (2014), “Review of the ‘six pack’ and ‘two pack’”, At a Glance, Briefing European Parliamentary Research Service, 5 December 2014.

European Union (2012a), “Treaty Establishing the European Stability Mechanism”, 2 February 2012.

European Union (2012b), “Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union”, 2 March 2012.

European Union (2013), “Two Pack Regulation”, 21 May 2013

Haldane, Andrew G. (2016), “QE: The story so far”, Dean’s Lecture, Cass Business School, 19 October 2016.

Haldane, Andrew G.; Roberts-Sklar, Matt; Wieladek, Tomasz and Young, Chris (2016), “QE: the story so far”, *Staff Working Paper* No. 624, Bank of England, October 2016.

Millaruelo, Antonio y Del Río, Ana (2013), “Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis”, *Boletín Económico*, Banco de España, enero 2013, pp. 89-99.

Ng, Michael and Wessel, David (2017), “The Hutchins Center Explains: The Fed’s balance sheet”, Brookings, August 18, 2017.

Ostry, Jonathan; Loungani, Prakash; Furceri, Davide (2016), “Neoliberalism: Oversold?”, *Finance & Development*, IMF, June 2016, pp. 38-41.

Praet, Peter (2017), “The ECB’s monetary policy: past and present”, Brussels, 16 March 2017.

- Regling, Klaus (2017), “European integration and the ESM”, Paris, 20 September 2017.
- Rennison, Joe and Wigglesworth, Robin (2018), “What is the yield curve and why has it spooked investors?”, *Financial Times*, December 6, 2018.
- Riso, Stéphanie (2013), “Building a Strengthened Fiscal Framework in the European Union: A Guide to the Stability and Growth Pact”, Occasional Papers 150, *European Economy*, May 2013.
- Trichet, Jean-Claude (2010), entrevista con Jean Quatremer, *Libération*, 8 juillet 2010.
- Yellen, Janet (2016), “The Federal Reserve’s Monetary Policy Toolkit: Past, Present and Future”, Annual central bank symposium, Jackson Hole, 26 August 2016.

## CAPÍTULO 5

## CAPÍTULO 6

### LA POLÍTICA MONETARIA Y LOS BANCOS CENTRALES: UN ANTES Y UN DESPUÉS DE LA GRAN RECESIÓN

Excmo. Dr. Antoni Castells Oliveres  
*Académico de Número*

#### **Introducción**

La Gran Recesión ha tenido un impacto profundo sobre la política monetaria y el papel de los bancos centrales, hasta el punto de que podemos hablar, probablemente, de un antes y un después de la gran crisis que ha sacudido a las economías avanzadas a partir del año 2007. La dimensión y profundidad de la crisis financiera, que empezó en agosto de este año y se desató con una gran virulencia tras la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, pusieron a prueba a los bancos centrales, que tuvieron que utilizar todos los instrumentos disponibles en su arsenal y, una vez agotados estos, experimentar con nuevos instrumentos y con medidas que hasta este momento habían quedado fuera de su campo de actuación<sup>1</sup>.

El propósito de este capítulo es examinar los principales cambios que se han producido en la política monetaria y los bancos centrales a consecuencia de la crisis. El primer apartado describe brevemente los factores fundamentales que han delimitado el marco de actuación de la política monetaria durante este período. A continuación, se examinan los elementos más importantes que definen la ‘nueva normalidad’ en que parece haber entrado la política monetaria. El tercer apartado está dedicado a valorar hasta qué punto se han producido modificaciones en el objetivo básico de la política monetaria, la estabilidad de precios, y su definición. Finalmente, los tres últimos apartados

---

<sup>1</sup> La necesidad obligó a inventar. Blinder et al. (2017) titulan así su artículo: “La necesidad como madre de la invención” y Yellen (2016A y B) señala que la Gran Recesión puso a los gobiernos y los bancos centrales ante una situación en la que no tenían más remedio que innovar, si no querían sucumbir.

están destinados a examinar los nuevos instrumentos que han pasado a formar parte de la política monetaria y del ámbito de actuación de los bancos de los bancos centrales, a partir de la crisis: las políticas de expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*), las políticas de *Forward Guidance* y las políticas macro-prudenciales.

## **El impacto de la Gran Recesión sobre los objetivos (mandates) y los instrumentos de la política monetaria**

La crisis ha modificado el consenso pre-existente tanto respecto a los objetivos ('mandates') perseguidos por los bancos centrales, y muy en especial por el Banco Central Europeo (BCE) (antes de la Gran Recesión, exclusivamente la inflación), como sobre los instrumentos de política monetaria utilizados a tal fin (hasta aquel momento, el tipo de interés a corto plazo)<sup>2</sup>. Por lo que se refiere a los objetivos hay que subrayar especialmente tres cuestiones, a las que nos referiremos con más detalle en un próximo apartado de este capítulo. En primer lugar, aunque el objetivo manifiesto de la política monetaria sigue siendo la inflación, no se puede negar que la Gran Recesión ha obligado al BCE a diseñar la política monetaria también en función de la situación de estancamiento prolongado en que parecía haberse situado la economía de la zona euro. Bien es cierto que este desplazamiento de prioridades se ha intentado hacer de manera que el BCE no pudiera ser acusado de incumplir los Tratados, argumentando siempre las medidas adoptadas en función de un fin último basado en el objetivo de inflación, es decir poniendo por delante los peligros que entrañaban las tendencias deflacionistas que se apreciaban<sup>3</sup>. La emergencia de este objetivo de contribuir al crecimiento y el pleno empleo se ha verificado, pues, de forma implícita, silenciosa, sin que se haya producido nada parecido a lo que ocurre con la Reserva Federal norteamericana (FED), a la que el Congreso encomienda explícitamente, además del mandato de la

---

2 Vid. Blinder et al. (2017), Yellen (2016) o Claeys-Demertzis (2017) y Capítulo 3

3 El Capítulo 5 trata ampliamente este aspecto.

“estabilidad de precios”, el de contribuir a alcanzar el “máximo empleo”<sup>4</sup> (Capítulo 2).

En segundo lugar, la Gran Recesión ha conducido a que se planteen algunos interrogantes sobre la propia definición del objetivo de inflación. Y ello tanto por lo que se refiere al indicador concreto utilizado a tal fin, como en lo relativo a la cuantificación concreta (el *target*) del mismo. Como es sabido, en Estados Unidos y la zona euro, se ha decidido que la cifra de inflación debe estar próxima, pero por debajo, del 2%<sup>5</sup> (Capítulo 3). La cuestión que ahora se plantea es si habría que revisar al alza este porcentaje, a la vista de los datos de inflación persistentemente bajos que se vienen produciendo y de la sostenida atonía de los tipos de interés. El propósito sería, finalmente, contribuir a un aumento de los tipos de interés nominales, que ofrecieran un margen de maniobra suficiente para poder aplicar políticas monetarias expansivas, en el momento en que se volviera a entrar en una fase recesiva del ciclo económico<sup>6</sup>.

En tercer lugar, finalmente, y por lo que se refiere a los objetivos, la Gran Recesión ha hecho emerger un amplio consenso respecto a la importancia del objetivo de la estabilidad financiera. En general, se considera que también este objetivo debería ubicarse en la esfera de actuación de los bancos centrales, aunque en este punto existen opiniones minoritarias que sostienen que los bancos centrales deberían ocuparse exclusivamente de la inflación, atribuyendo la responsabilidad de velar por la estabilidad financiera a otras autoridades establecidas al efecto. Por otra parte, en el caso de que el responsable de este objetivo fueran los bancos centrales, existe una amplia coincidencia en que el instrumento apropiado para alcanzarlo no debería ser la política monetaria, sino la política de regulación macro-prudencial. Volveremos sobre este punto en un apartado posterior de este capítulo al analizar, precisamente, las transformaciones experimentadas en los objetivos que deben perseguir el BCE y la política monetaria.

---

4 Wessel (2018).

5 Wessel (2018).

6 Vid., entre otros, Blinder et al. (2017), Summers (2018) y Yellen (2016A).

Si la Gran Recesión ha conducido a cambios apreciables respecto a los objetivos, la transformación es aun de mayor calado cuando examinamos qué ha sucedido con los instrumentos (el *toolkit* o *toolbox*) de la política monetaria del BCE. Antes de la Gran Recesión, el instrumento por excelencia de la política monetaria era el tipo de interés a corto plazo, a partir del supuesto de que las modificaciones en el mismo se transmitían de manera eficaz sobre la demanda agregada. Los mecanismos adoptados para determinar este tipo de interés a corto plazo diferían en la zona euro en relación con Estados Unidos. En la primera, el BCE actuaba a través del tipo de interés fijado para el crédito concedido al sistema bancario en las operaciones principales de refinanciación (MRO), que a la vez determinaba el tipo de interés de mercado considerado relevante a estos efectos (Capítulo 3)<sup>7</sup>. En cambio, en Estados Unidos el mecanismo empleado para fijar el tipo de interés a corto plazo son las operaciones de compras o ventas de títulos del Tesoro en mercado abierto por la FED, hasta que el precio de estos títulos se corresponde con el rendimiento equivalente al tipo de interés perseguido (Capítulo 2). En los dos casos, la contrapartida en el balance del banco central por el lado del pasivo de las operaciones activas reseñadas (en un caso, crédito al sistema bancario, en el otro, títulos del Tesoro) era la misma: las modificaciones en los depósitos (reservas) del sistema bancario en el banco central, que determinan por su parte la base monetaria.

La Gran Recesión, sin embargo, puso en evidencia las limitaciones del instrumento del tipo de interés a corto plazo en momentos de crisis aguda. Y ello, fundamentalmente, por dos tipos de razones<sup>8</sup>. En primer lugar, por el efecto del límite inferior efectivo ('Effective Lower Bound', ELB)<sup>9</sup>. Es decir, una vez alcanzado su nivel mínimo, como ocurrió durante la Gran Recesión, el tipo de interés deja de ser un instrumento efectivo para tratar de aplicar políticas expansivas (Capítulo 5). En segundo lugar, porque los tipos de interés

---

7 Denominado EONIA; vid. Claeys-Demertzis (2017: 3) y Capítulos 3 y 5.

8 Yellen (2016: 4).

9 Hasta bien entrada la crisis se consideraba que el límite inferior efectivo de los tipos de interés era cero. De ahí que la expresión utilizada comúnmente fuera la del 'límite inferior cero' ('Zero Lower Bound' ZLB). Sin embargo, ahora se admite que este límite inferior podría estar, aunque cercano, por debajo de cero.

fijados no se transmiten al crédito y a la liquidez del sistema, como se pretende, cuando existe un abundante exceso de reservas del sistema bancario en el banco central, es decir, cuando los depósitos de la banca en el banco central exceden en mucho a las reservas obligatorias (las marcadas por el coeficiente de caja). En definitiva, cuando la incertidumbre financiera se transforma en una marcada preferencia por la liquidez por parte del sistema bancario, que hace que no funcionen los habituales mecanismos de transmisión de la política monetaria. Esto es lo que ocurrió, precisamente, durante la Gran Recesión<sup>10</sup>.

Las serias limitaciones del instrumento clásico de la política monetaria en un momento de recesión aguda condujeron a que los bancos centrales se vieran obligados a hacer uso de instrumentos alternativos para poder alcanzar sus objetivos. Son los denominados instrumentos ‘no convencionales’, que examinaremos con un cierto detalle en este capítulo. Se trata, esencialmente, de tres tipos de instrumentos: a) la expansión cuantitativa, o relajación monetaria, por la vía de la adquisición de activos financieros (el conocido como *Quantitative Easing*; QE en adelante); b) las políticas consistentes en anunciar por adelantado las medidas de política monetaria que se adoptarán en el futuro (*Forward Guidance*; FG en adelante); y c) las políticas de carácter macro prudencial.

Ciertamente, no todos estos instrumentos tienen la misma naturaleza. Como se verá en el último apartado de este capítulo, las políticas de carácter macro prudencial van ligadas directamente al objetivo de estabilidad financiera y se adoptan, precisamente, para evitar que la política monetaria deba perseguir a la vez dos objetivos, con todas las contradicciones que ello podría suponer. No son, pues, un instrumento de la política monetaria, aunque sí un instrumento que podría pasar a ampliar la ‘caja de herramientas’ de los bancos centrales. En cambio, las políticas de expansión cuantitativa (QE) y de FG han pasado a integrar el arsenal de instrumentos de la política

---

<sup>10</sup> En una situación de fuerte preferencia por la liquidez se produce un fallo casi absoluto del multiplicador de la política monetaria y de los mecanismos de transmisión de la misma sobre el conjunto de la economía.

monetaria desde la Gran Recesión, aunque existe un consenso mucho más amplio respecto a la segunda que a la primera, que para muchos expertos y *policy-makers* debería ser considerado solamente como un recurso de última instancia en situaciones excepcionales. En este sentido, habrá que dejar pasar todavía un cierto tiempo para ver hasta qué punto hay que seguir considerando estos tres instrumentos como no convencionales o bien se deben incorporar de manera definitiva a los instrumentos normales de la política monetaria y de los bancos centrales.

### **El marco de actuación de la política monetaria y de los bancos centrales: el surgimiento de una ‘nueva normalidad’ (*new normal*)**

#### *La discusión sobre los objetivos y los instrumentos de la política monetaria*

La Gran Recesión ha comportado, pues, cambios apreciables en los objetivos e instrumentos de la política monetaria, y específicamente, en el caso de la zona euro, en los instrumentos empleados por el BCE. La cuestión que habría que preguntarse es si estos cambios han tenido un carácter excepcional, es decir, se han adoptado por la necesidad de hacer frente a una situación crítica, y una vez esta superada, se regresará a la normalidad anterior, o bien van a consolidarse, total o parcialmente, y a modificar de manera esencial el marco de actuación de la política monetaria.

Todo indica, y esta es la opinión dominante entre la mayoría de expertos y *policy-makers*, que después de la Gran Recesión estamos asistiendo al surgimiento de una “nueva normalidad” (un *new normal*), es decir, de unas nuevas reglas del juego en la definición y configuración de las coordenadas básicas de la política monetaria<sup>11</sup>. Esta nueva normalidad se fundamenta en

---

11 Vid., entre otros, Bernanke (2017A y B), Brainard (2016 y 2017B), Claeys-Demertzis (2017), Kyley (2018A), Kyley-Roberts (2017) o Roubini (2017). Brainard (2017B: 1) subraya que “los *policy-makers* de las economías avanzadas están haciendo frente hoy a una constelación de desafíos diferentes de aquellos que dominaron el canon de la política monetaria en los Estados Unidos en los cincuenta años precedentes, y ello es a lo que me refiero como *new normal*”.

los siguientes puntos. En primer lugar, a partir de ahora no podrán confiarse los mandos de la política monetaria en exclusiva a los tipos de interés a corto plazo. Por mucho que estos puedan llegar a aumentar a lo largo del proceso de normalización de la política monetaria al que estamos asistiendo en la mayoría de países avanzados, no lo harán hasta alcanzar un nivel suficiente para poder disponer del margen de reducción que sería necesario en el momento en que las economías entren en una nueva fase recesiva del ciclo. Y, por otra parte, la valoración global de las políticas de expansión cuantitativa resulta, en general, ampliamente satisfactoria (como se verá en el apartado cuarto de este capítulo). Esto significa que en el futuro la política monetaria deberá basarse en una combinación de dos variables: los tipos de interés a corto plazo y los cambios en el balance del banco central, es decir, las políticas de QE. Una de las consecuencias colaterales de este hecho es que la progresiva disminución de estos balances, como parte de la normalización de la política monetaria a la que se aludía hace un momento (el denominado *tapering*; que empezó en Estados Unidos en septiembre de 2017) no los devolverá a los volúmenes que mostraban antes de la crisis, sino a tamaños sensiblemente superiores.

En segundo lugar, esta ‘nueva normalidad’ vendrá caracterizada por la consolidación de las políticas de FG como un instrumento permanente de la política monetaria (en el apartado quinto de este capítulo abordaremos este punto con mayor profundidad). Su eficacia parece probada a lo largo de la Gran Recesión. Ha servido para anclar las expectativas y para ajustar temporalmente el impacto de las medidas de política monetaria, al lograr que la reacción en el comportamiento de los agentes económicos pretendida con las mismas se produjera ya en el momento del anuncio de las medidas a adoptar en el futuro, mucho antes que en el momento de su adopción. En tercer lugar, finalmente, esta ‘nueva normalidad’ viene caracterizada por la instalación, por una parte, del objetivo de la estabilidad financiera y, por otra, del instrumento de la política macro-prudencial, dentro del universo de actuación de los protagonistas de la política monetaria.

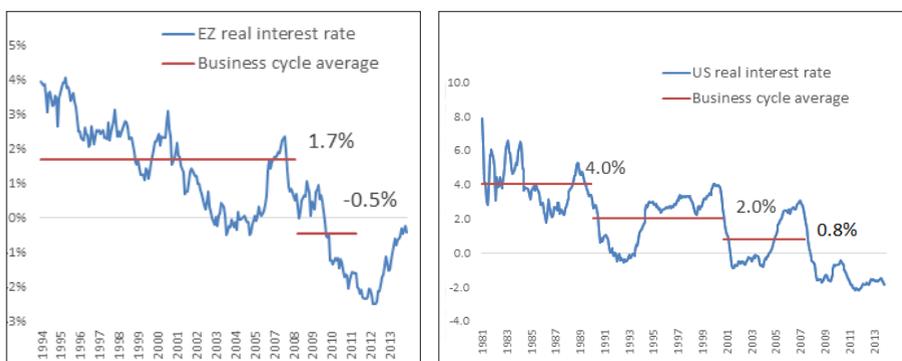
### *Un nuevo contexto económico caracterizado por la caída del tipo de interés de equilibrio y la baja inflación*

Las razones de esta nueva normalidad son varias y de distinta naturaleza. Algunas responden a la experiencia, es decir, se explican por la eficacia demostrada por las políticas de FG y de QE para hacer frente a la Gran Recesión, o a la evidencia, que ha quedado patente durante la misma, de que los objetivos (inflación) e instrumentos (tipo de interés a corto plazo) tradicionales de la política monetaria no ofrecían una respuesta ni suficiente ni satisfactoria al objetivo de la estabilidad financiera. Pero, además de estas explicaciones, que entrarían dentro del campo propio de la política monetaria, existen también otras razones que tienen más bien que ver con cambios de fondo, de carácter estructural, que podrían estar produciéndose en el conjunto de la economía.

Ello es así porque en buena parte el surgimiento de esta nueva situación normal obedece a la incertidumbre que provoca la dificultad que parece existir para dar respuesta a algunas preguntas básicas: ¿está disminuyendo de forma drástica el tipo de interés real de equilibrio (natural o neutral) a largo plazo? ¿por qué la cifra de inflación se mantiene en niveles tan persistentemente reducidos y parece no reaccionar a una política monetaria que trata de ser fuertemente expansiva? Está claro que la respuesta que pueda darse a estas preguntas condiciona seriamente el marco de actuación de la política monetaria. En primer lugar, porque el objetivo de esta, según el consenso general, es la estabilidad de precios. En segundo lugar, porque si fuera cierto que tanto el tipo de interés real como la inflación están experimentando una caída estructural respecto a sus valores históricos, el recorrido potencial del tipo de interés nominal (que es, en definitiva, la suma de los dos), quedaría severamente limitado (por arriba, por los niveles máximos que pudieran llegar a alcanzar estas dos variables, y por abajo, por el límite inferior efectivo, ELB). Por esta razón, resulta conveniente abordar estos dos puntos. En primer lugar, la eventual disminución del tipo de interés real neutral a largo plazo. Y, en segundo lugar, hasta qué punto la disminución de la inflación tiene un carácter permanente.

Respecto a la primera cuestión, los datos parecen indicar, en efecto, que estamos asistiendo a una disminución muy significativa del tipo de interés neutral a largo plazo<sup>12</sup>. En Estados Unidos, por ejemplo, las estimaciones indican que ha experimentado una caída de entre dos puntos y dos puntos y medio respecto al de tres o cuatro décadas atrás<sup>13</sup>. Rachel-Summers (2019) estiman, por su parte, que el tipo de interés neutral de equilibrio ha caído en más de tres puntos en una generación, y que esta disminución hubiera sido, en realidad, de hasta siete puntos, si no hubiera existido un efecto compensador. Los Gráficos 6.1(A) y 6.1(B), que muestran la evolución del tipo de interés neutral en la zona euro y en Estados Unidos, ilustran muy claramente esta tendencia del sector público<sup>14</sup>.

**Gráfico 6.1(A) - Tendencias en los tipos de interés reales  
(Estados Unidos y Euro zona)**



Reproducido de Gottfries-Teuling (2018).

12 Definido por Yellen (2016A: 11) como “el tipo de interés a corto plazo ajustado por la inflación, consistente con el mantenimiento del *output* potencial a lo largo del ciclo”; de manera similar, Brainard (2017A: 5) lo define como “el tipo consistente con la tasa de crecimiento potencial, con pleno empleo e inflación estable”.

13 Yellen (2016A: 11) subraya que “está en torno a 2-2,5 puntos por debajo de la media de los años 80 y 90”; por su parte, Brainard (2017A: 5) indica que “ajustando por la inflación, la mayoría de las estimaciones del tipo de interés neutral son actualmente cercanas a cero, comparadas con en torno al 2 por ciento en el cuarto de siglo anterior a la crisis financiera”.

14 Vid Rachel-Summers (2019).

**Gráfico 6.1(B) - Tipos de interés neutral en la Euro zona (en %)**

Reproducido de Claeys-Demertzis (2017).

Las causas de este hecho no parecen estar claras, ni existe un consenso apreciable sobre la cuestión. Janet Yellen (2016A: 11-12) apunta algunas de las que parecen más relevantes: la disminución de la tasa de empleo entre la población en edad de trabajar; el sostenido bajo crecimiento, e incluso estancamiento, de la productividad; el decrecimiento de la propensión al consumo, ya apreciable en todo el mundo antes de la crisis financiera, desde finales de los años noventa; y la escasez de proyectos atractivos de inversión. El factor demográfico, es decir, el envejecimiento de la población, parece desempeñar un papel relevante<sup>15</sup>. En todo caso, las causas que pudieran explicar la disminución del tipo de interés de equilibrio constituyen, sin duda, una cuestión de gran trascendencia, muy vinculada a algunos de los grandes debates actuales, como el que tiene por objeto el estancamiento secular (*secular stagnation*), y que nos debería conducir a profundizar en el análisis de las principales co-

<sup>15</sup> “La demografía ha desempeñado un papel importante en la reducción de los tipos de interés. El incremento en la esperanza de vida, que no ha sido compensado por un aumento de la edad de jubilación, ha conducido a un aumento de los *stocks* de ahorro”, Gottfries-Teuling (2015: 1). Sobre la importancia de los aspectos demográficos en la reducción tendencial del tipo de interés, vid., también, Aksoy et al. (2015), Ferrero et al. (2017), Merler (2018) y Cooley-Henrikssen (2018). Favero-Galasso (2015) sostiene, en cambio, que el factor demográfico no parece apoyar, en general, la hipótesis de la *secular stagnation*.

rrientes de fondo estructurales de la economía mundial<sup>16</sup>. Sin embargo, la razón de este descenso del tipo de interés de equilibrio no parece obvia, como reconoce la misma Yellen (2016A: 12), cuando subraya que “nuestra comprensión sobre las fuerzas que determinan las tendencias a largo plazo en los tipos de interés es, sin embargo, limitada, y en consecuencia todas las predicciones en esta área son altamente inciertas”.

La segunda cuestión nos remite a la preocupación por la sostenida atonía del nivel de precios a la que asistimos desde la Gran Recesión, que en algunos momentos incluso ha alimentado temores de que se pudiera entrar en una etapa deflacionista, como ha sucedido en Japón por un largo período de tiempo. Preocupación que aumenta considerablemente ante la aparente impotencia de las políticas convencionales de demanda (en especial, la política monetaria) para conseguir revertir la situación. Mario Draghi (2017: 1) subraya que para examinar correctamente la incidencia de la política monetaria en el nivel de precios hay que tener presente que la transmisión de la primera (la política monetaria) sobre el segundo (el nivel de precios) se produce en dos fases: primero, la política monetaria incide sobre la demanda agregada; y, después, esta lo hace sobre la inflación. La primera fase, a juicio de Draghi, ha funcionado correctamente: una política monetaria abiertamente expansiva se ha traducido en un aumento de la demanda agregada y del PIB. En cambio, la segunda fase no ha funcionado. Es decir, el aumento de la demanda agregada no ha dado lugar a los aumentos esperados de inflación<sup>17</sup>.

Al profundizar en la explicación de este hecho, Draghi (2017: 2) señala que el vínculo entre el *output* y la inflación se produce a través de tres factores principales, cada uno de los cuales puede explicar parte de lo sucedido. El pri-

---

16 La misma Yellen (2016A: 12) se remite a Summers (2014), Gordon (2014) y Bernanke (2015) para profundizar en esta cuestión. Vid., también, Summers (2013) y Wessel-Olson (2015). Borio et al. (2017), sin embargo, discuten que la disminución tendencial del tipo de interés sea debida, fundamentalmente, a cambios en el comportamiento del ahorro y la inversión, que es la hipótesis esencial en la que se basa la teoría de la *secular stagnation*.

17 “La segunda pata del proceso de inflación –la transmisión de una demanda creciente a una inflación creciente– ha sido mucho más débil que en el pasado”, Draghi (2017: 2).

mero son los *shocks* externos de carácter temporal producidos por los precios de la energía y las materias primas, que pueden haber actuado en una línea divergente sobre el producto y los precios: mientras que por una parte han contribuido al crecimiento de la producción y de la demanda agregada, por otra parte, han rebajado las tensiones inflacionistas. El segundo es la incertidumbre respecto a la exactitud de las mediciones del tamaño de la brecha (del ‘output gap’) entre el PIB potencial y el PIB real. Distintas razones podrían haber conducido a una subvaloración de esta brecha, con lo que el impacto de una mayor demanda sobre la inflación sería menor del esperado<sup>18</sup>. Entre estas razones se puede apuntar el incremento de la tasa de participación en el mercado de trabajo (que en la zona euro ha aumentado 1,5 puntos desde 2017, mientras que en Estados Unidos se ha reducido en 3 puntos) o las reformas estructurales. Ambos factores han conducido a un aumento del PIB potencial, con lo cual, aunque el aumento de la demanda agregada generado por una política monetaria expansiva haya conducido a un incremento del PIB real, se mantiene una diferencia apreciable respecto al PIB potencial, que impide que aparezcan tensiones inflacionistas.

Otro factor importante es la correcta medición del desempleo, “incluyendo los desempleados, los subempleados y aquellos vinculados marginalmente al mercado de trabajo (los denominados U-6)”<sup>19</sup>. Si, como parece demostrado, la crisis ha conducido a un aumento significativo de las personas subempleadas (es decir, que trabajan menos horas de las que desearían, o bien tienen que aceptar contratos temporales cuando desearían contratos permanentes), resultaría razonable pensar que, a medida que mejora la situación económica, estas personas prefieren antes aumentar sus horas de trabajo o su seguridad en el trabajo que pedir mayores salarios, lo cual reduciría las tensiones inflacionistas<sup>20</sup>. Otra razón vinculada al mercado de trabajo sería la existencia creciente

---

18 Draghi (2017: 3).

19 Draghi (2017: 2).

20 “Esto tiene implicaciones para la dinámica de la inflación, porque estas personas pueden priorizar más horas o seguridad en el empleo sobre salarios más altos en las negociaciones laborales”, Draghi (2017: 3).

de restricciones globales en el momento de acordar las condiciones laborales en los mercados de trabajo nacionales: aunque disminuya el paro, los trabajadores tienen una fuerza solo muy limitada para exigir mayores salarios, ante la posibilidad de sustituir los productos fabricados en el país por productos importados, cuando no de deslocalizar la actividad empresarial<sup>21</sup>.

En síntesis, la realidad parece mostrar que las sucesivas reducciones del desempleo (y, en general, las mejoras de la situación en el mercado de trabajo), no conducen a los aumentos esperados de la inflación. Es por ello que uno de los cambios estructurales que parecen estar constatándose es la modificación sustancial, el aplanamiento, de la curva de Phillips<sup>22</sup>, que había sido un elemento básico a la hora de conducir las políticas de estabilización macroeconómica en las últimas décadas<sup>23</sup>. Draghi subraya, sin embargo, que los modelos de la curva de Phillips que utilizan una medición más precisa del desempleo (teniendo en cuenta aquellos factores a los que nos hemos referido antes), generan mejores resultados al predecir la inflación<sup>24</sup>.

El tercero de los factores que, según Draghi (2017: 3-4), podría explicar porque un mayor crecimiento de la demanda no se traduce en una inflación más elevada tendría que ver con un cierto efecto de auto-alimentación: es decir, una inflación muy reducida, incluso próxima a la deflación, provoca menor

---

21 Draghi (2017: 3) se refiere también a este factor cuando señala que “la globalización ha hecho más uniformes las características de la oferta de trabajo en todo el mundo y los mercados de trabajo más flexibles. Las condiciones de los mercados extranjeros podrían tener un efecto amortiguador sobre la inflación interna, incluso cuando el mercado de trabajo fuera mejorando”.

22 La curva que relaciona la tasa de desempleo con las variaciones de los salarios o de los precios.

23 Numerosos autores se refieren al aplanamiento (*flattering*) observado en la curva de Phillips. Vid., entre otros, Brainard (2016: 1 y ss.; 2017B: 2), Papadia-Marcelletti (2017), George (2018), Pfajfar-Roberts (2018) o el mismo Draghi (2017: 3).

24 En esta línea, Stock-Watson (2019) han demostrado que, al descomponer la inflación en 17 componentes, para poder estimar de forma más precisa el comportamiento de los precios, aquellos cuya medición es más precisa y que corresponden a productos no ‘comerciables’, tienden a tener una elevada correlación con la actividad económica, lo que implica una fuerte relación en el sentido que indica la curva de Phillips.

inflación. De alguna forma, introduce a la economía en un círculo vicioso, una espiral a la baja, alimentada por un conjunto de dinámicas, como la indexación de salarios, en la que precios y salarios se potencian mutuamente a la baja: menor inflación incide en menores costes que, a su vez, generan menos inflación; y lo mismo ocurre con las expectativas: unas menores expectativas de inflación hacen que la inflación sea más baja, lo cual a su vez alimenta unas menores expectativas.

En resumen, aunque con toda la prudencia necesaria, puede afirmarse que se han producido algunos cambios de fondo, de carácter estructural, que pueden tener como consecuencia un desplazamiento significativo a la baja, tanto del tipo de interés tendencial a largo plazo como de la inflación. Ello tendría dos tipos de consecuencias sobre el marco habitual de la política monetaria, que explican que podamos hablar de un *new normal*. En primer lugar, habría que evaluar en este nuevo contexto cuál es el objetivo deseable de inflación. En segundo lugar, habría que aceptar como habituales instrumentos de política monetaria que hasta ahora eran considerados no convencionales, al reducirse apreciablemente el margen de maniobra del que hasta ahora era su instrumento tradicional, el tipo de interés nominal a corto plazo.

## **La revisión de los objetivos (mandates) de la política monetaria: la reformulación del objetivo de estabilidad de precios**

### *El margen de actuación de la política monetaria en una situación de muy baja inflación*

La cuestión que se plantea es si el objetivo de inflación debe seguir figurando como un objetivo central del mandato de los bancos centrales y de la política monetaria, y en qué términos. Precisemos que este objetivo no se incorporó hasta relativamente tarde al cuadro de mando de las autoridades monetarias. Murray (2018: 18) recuerda que en Canadá (el segundo país en hacerlo tras Nueva Zelanda), no se hizo hasta 1991, y fue a propuesta del Go-

bierno y no del Banco Central. Y en Estados Unidos, el Congreso encomienda a la Reserva Federal perseguir “máximo empleo” y “estabilidad de precios”, pero deja que sea esta la que establezca las condiciones precisas en que deben cuantificarse estos objetivos. Wessel (2018: 9) subraya que en las dos últimas décadas se ha ido produciendo una coincidencia generalizada entre los bancos centrales en torno del 2% como cifra deseable inflación<sup>25</sup>. En Estados Unidos, en 1996 “los *policy-makers* de la FED acordaron privadamente que su objetivo de inflación fuera el 2% pero, ante la insistencia de Greenspan, no lo dijeron a nadie”<sup>26</sup>; no fue hasta 2012 que Ben Bernanke urgió a dar a conocer formal y públicamente este objetivo<sup>27</sup>. Por su parte, el BCE tiene establecido que el objetivo de inflación debe estar cerca, pero por debajo, del 2% (Capítulo 3). La Tabla 6.2 ofrece el detalle de los objetivos de inflación de las principales áreas monetarias.

**Tabla 6.1- Objetivos de inflación**

COUNTRY	CENTRAL BANK	TARGET
CANADA	Bank of Canada	2.00% +/-1.0%
EURO AREA	European Central Bank	<2.00% *
JAPAN	Bank of Japan	2.00%
SWEDEN	The Riksbank	2.00%
SWITZERLAND	Swiss National Bank	<2.00%
UNITED KINGDOM	Bank of England	2.00%
USA	Federal Reserve	2.00%

\* Below, but close to, 2% over medium term.

Fuente: Central Bank News.

<sup>25</sup> “Una vez unos pocos bancos centrales eligieron el objetivo del 2%, fue más fácil para los demás optar también por la misma cifra”, Wessel (2018: 9).

<sup>26</sup> Wessel (2018: 10).

<sup>27</sup> Bullard (2017) narra la pequeña historia de esta decisión.

La Gran Recesión no parece haber puesto en cuestión el consenso existente sobre la necesidad de atribuir a los bancos centrales la misión básica de la estabilidad de precios. La opinión dominante continúa siendo que la inflación debería ser baja, pero positiva<sup>28</sup>. Pero hay un cambio importante en la preocupación por el hecho de que una inflación excesivamente baja o negativa tenga un impacto inmediato, como ya se ha señalado, sobre el tipo de interés nominal, lo que puede situarle, como ha sucedido durante la Gran Recesión, en terrenos próximos al límite efectivo cero (ZLB o ELB). El problema que se plantea es que, si la caída de la inflación y de los tipos de interés reales hacen que en situación de normalidad los tipos de interés nominales sean muy reducidos, y a la vez consideramos que estos no pueden disminuir por debajo de un mínimo (el *lower bound*), entonces queda muy poco margen de actuación para la política monetaria, si esta debe actuar de forma expansiva en la fase recesiva del ciclo<sup>29</sup>.

Como puede verse, el problema nos remite de nuevo al objetivo de inflación: una inflación muy reducida conduce a unos tipos de interés nominales muy reducidos y unos tipos de interés nominales muy reducidos dejan poco margen para aplicar políticas expansivas cuando ello sea necesario, teniendo en cuenta la existencia del límite inferior. Yellen (2016A: 12) ha calculado que en las últimas nueve recesiones que ha experimentado la economía de Estados Unidos, los tipos de interés nominales se redujeron entre 3 y 10 puntos (Cuadro 6.1(A)) para propiciar la recuperación, cifras muy parecidas a las que proporciona Summers (Tabla 6.1(B)). Naturalmente, esto significa que con los tipos de interés actuales (en la zona euro todavía en el 0% y en los Estados Unidos con la perspectiva de alcanzar como mucho el 3%) resultaría muy difícil disponer de los márgenes necesarios para emplear el instrumento clásico del tipo de interés nominal con finalidades expansivas en el momento en que

---

28 Blinder et al. (2017:10 y ss.).

29 Numerosos autores han subrayado el problema del limitado margen de actuación de que dispone la política monetaria cuando los tipos de interés nominales son muy reducidos. Vid., Yellen (2016A: 12), Claeys-Demertzis (2017: 10-11), Roubini (2017) o Summers (2018: 4-7), entre otros.

llegara una recesión. Esta es fundamentalmente la razón de que se haya planteado la posibilidad de revisar al alza el objetivo de inflación o bien de utilizar otros indicadores (el PIB nominal o el nivel de precios) como alternativos al de la inflación anual<sup>30</sup>.

**Tabla 6.2(A) - Relajación monetaria convencional durante anteriores recesiones y condiciones económicas de acompañamiento**

Conventional Monetary Easing during Past Recessions and Accompanying Economic Conditions

National Bureau of Economic Research Recession Dates	Total Amount of Conventional Monetary Easing (percent) <sup>1</sup>	Estimated Stance of Monetary Policy at the Start of Easing (percent) <sup>2</sup>	Peak Rate of 12-Month Core PCE Inflation during the Recession (percent)	Labor Utilization at the Start of the Recession <sup>3</sup> (percent)
August 1957 to April 1958	2.9	—	3.2 <sup>4</sup>	-1.3
April 1960 to February 1961	2.8	—	2.1	-3
December 1969 to November 1970	5.5	0.5	4.8	-2.4
November 1973 to March 1975	7.7	3.0	10.2	-1.4
January 1980 to July 1980	4.8	3.2	9.1	-2
July 1981 to November 1982	10.4	7.1	8.8	1.0
July 1990 to March 1991	5.3	1.7	4.3	-4
March 2001 to November 2001	4.8	1.9	2.0	-8
December 2007 to June 2009	5.1	1.9	2.3	.1

Note: 1. For recessions prior to 1990, the total amount of easing is the difference between the maximum and the minimum monthly average of the effective federal funds rate in a period extending from six months prior to the start of the recession to six months after it ends. For the last three recessions, the periods of continuous reductions in the intended federal funds rate are June 1990 to September 1992, December 2000 to January 2002, and August 2007 to December 2008. 2. Difference between the federal funds rate (less the 12-month percent change in the core personal consumption expenditures (PCE) price index) and its real equilibrium value (R\*) as estimated by Laubach and Williams (2007). Figures in table are computed using updated R\* estimates from the Laubach-Williams model, available at [www.frb.org/economic-research/economists/john-williams](http://www.frb.org/economic-research/economists/john-williams). 3. Civilian unemployment rate less Congressional Budget Office estimate of the long-run natural rate of unemployment. 4. Four-quarter percent change in the overall chain-weighted PCE price index.

Source: David Reifschneider (2016), "Gauging the Ability of the FOMC to Respond to Future Recessions," Finance and Economics Discussion Series 2016-068 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August), [www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016068pap.pdf](http://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016068pap.pdf).

Reproducido de Yellen (2016 A).

**Tabla 6.2(B) - Disminución total de los tipos de interés en los distintos períodos de política monetaria expansiva**

	Tipo de interés nominal			Tipo de interés real		
	Inicio	Final	Disminución	Inicio	Final	Disminución
1960	3.9	1.2	2.7	1.9	-0.1	2.0
1970	5.6	3.5	2.1	4.5	-0.9	5.4
1974	11.0	4.8	6.3	6.4	-1.6	8.0

Cont...

30 Vid. Wessel (2018: 10 y ss.).

	Tipo de interés nominal			Tipo de interés real		
	Inicio	Final	Disminución	Inicio	Final	Disminución
1981	20.0	9.5	10.5	8.7	-0.1	8.8
1990	7.8	3.0	4.8	5.5	0.1	5.4
2000	6.5	1.0	5.5	4.8	-0.4	5.2
2007	5.3	0.0	5.3	3.3	-1.1	4.4
			5.3			5.6

Fuente: Reserva Federal, Despacho de Análisis Económicos.  
Reproducido de Summers (2018).

La alternativa más obvia e inmediata consistiría, simplemente, en mantener la inflación anual como el indicador apropiado, pero aumentar el porcentaje-objetivo del 2% al 3% o el 4%. La explicación de esta propuesta es evidente: si los mercados anticiparan una inflación más elevada, subirían los tipos de interés nominales y se dispondría de un mayor margen para poder aplicar políticas expansivas, si ello fuera necesario. Blanchard, que en 2010 era economista jefe del Fondo Monetario Internacional, se refirió a esta posibilidad cuando manifestó que “incluso si el 2% era exactamente la cifra apropiada basada en lo que conocíamos en 2006, puede no ser la cifra apropiada hoy”. Blanchard subrayaba que es mucho más complicado tratar de implementar la política monetaria cuando los tipos de interés nominales son demasiado bajos que no cuando son demasiado elevados y que no existen razones económicas que justifiquen que es mejor una inflación del 2%, que una del 3% o del 4%<sup>31</sup>.

Sin embargo, la idea de elevar el objetivo de inflación por encima del 2% ha recibido una fuerte oposición, por diversas y sólidas razones. En primer lugar, porque, aunque en el momento de establecerlo, el porcentaje del 2% fue fruto

31 Vid. Blanchard et al. (2010). Wessel (2018: 12) señala que, según Blanchard, “no existen estudios económicos serios que muestren que el 2% sea la tasa de inflación óptima, ni que demuestren que los costes en términos de eficiencia económica de una inflación del 3% o del 4% son significativamente mayores que los de una inflación del 2%”. También Bernanke se manifestó en el mismo sentido en 2015: “yo no veo nada mágico en fijar el objetivo de inflación en el 2%. Mi defensa de fijar un objetivo, como académico y como gobernador de la FED, estaba basada mucho más en las ventajas de transparencia y comunicación de este enfoque que en la elección específica del objetivo”; citado por Wessel (2018: 10).

de una decisión relativamente arbitraria, ahora es visto de forma generalizada como el símbolo de la estabilidad de precios y “cambiarlo resultaría difícil e imprudente”<sup>32</sup>. Los agentes económicos se han acostumbrado a él, y el hecho es que la inflación ha dejado de ser un problema que afecte, como había sucedido en el pasado, a la vida cotidiana de la gente. De forma que habría que evitar tomar decisiones que pudieran perturbar un bien tan preciado como la expectativa de la estabilidad de precios. Además, nada garantiza que una vez roto el tabú, no se vuelva una y otra vez a modificar el porcentaje<sup>33</sup>, generando incertidumbre en las expectativas y, tal vez, alimentando una espiral inflacionista<sup>34</sup>.

### *Definición del objetivo de inflación: posibles alternativas*

Ante los problemas objetivos que suscita esta alternativa, se han planteado otras propuestas, como podrían ser utilizar el nivel de precios o el crecimiento del PIB nominal, en lugar de la inflación anual, a la hora de establecer el objetivo de la estabilidad de precios. Determinar un objetivo de nivel de precios (‘price level target’), en lugar de su variación anual<sup>35</sup>, supondría que la variación de precios relevante debería ser la que se produjera a lo largo del tiempo, y no en un año en particular. Esto significa que, si en determinados períodos la inflación resultara especialmente reducida, o incluso negativa, la tasa deseable de inflación debería situarse por encima del 2% en años sucesivos para compensar este hecho. Sin embargo, también este indicador plantea serios problemas: aunque podría ser útil en la salida de una recesión, podría obligar a adoptar políticas monetarias restrictivas después de un *shock* de ofer-

---

32 Según Bernanke, citado por Wessel (2018: 13).

33 “Tal vez muchos banqueros centrales optarían por objetivos de inflación más elevados si estuvieran empezando ahora. Pero no es así. Aumentar el objetivo de inflación puede generar expectativas de que se volverá a subir otra vez”, Blinder et al. (2017: 11). Según Bernanke, “la gente diría si ahora fijamos [la inflación] en el 4%, ¿porque no en el 6%? Sería muy difícil atar las expectativas al 4%”, citado por Wessel (2018: 13).

34 Según Wessel (2018: 13) “algunos economistas argumentan que, subiendo el objetivo de inflación en un punto o dos, podría conducir a todavía más inflación. ‘Es realmente más difícil estabilizar la inflación al nivel del 4% que al nivel del 2%’, dice Frederic Mishkin, antiguo gobernador de la FED”.

35 Vid. Wessel (2018: 15-16).

ta negativo, como un aumento del tipo del impuesto sobre el valor añadido o una depreciación de la moneda, que hubiera dado lugar a un incremento del nivel de precios por encima del objetivo medio<sup>36</sup>.

Bernanke propone una variante de este indicador, un objetivo de nivel de precios flexible (‘flexible temporary price-level targeting’), aplicable solo en momentos excepcionales, mientras que en tiempos de normalidad estaría en vigor el indicador convencional<sup>37</sup>. Pero, como señala Brainard (2017B: 4) tampoco esta fórmula está exenta de problemas, puesto que podría conducir a mantener los tipos de interés en niveles cercanos al *lower bound*, a pesar de que la economía estuviera ya claramente en una fase expansiva del ciclo<sup>38</sup>. Por ejemplo, la aplicación de este indicador haría difícilmente justificable la política de aumento de tipos que ya está aplicando la FED en los Estados Unidos.

También se ha planteado la utilización del PIB nominal, como indicador de la estabilidad de precios<sup>39</sup>. El objetivo de la política monetaria podría ser, por ejemplo, un crecimiento del PIB nominal (PIB real más inflación) del 4,5%. Cuando el porcentaje se situara por encima de este 4,5% (tanto si ello fuera debido a un fuerte crecimiento del PIB real como a una elevada inflación), la autoridad monetaria adoptaría una política contractiva; y lo contrario sucedería si el porcentaje se situara por debajo del objetivo. Ello significa que, aunque la inflación alcanzara el 2%, si el PIB real creciera débilmente, el banco central podría continuar adoptando una política expansiva. Sin embargo, también esta propuesta plantea contraindicaciones. Conduciría, por ejemplo, a

---

36 Brainard (2017B: 3).

37 Bernanke (2017A, B y C). “La propuesta de Bernanke tiene la ventaja, pues, de mantener la práctica estándar en tiempos normales, a la vez que propondría una compensación en los períodos en que la política de tipos de interés esté limitada por el límite inferior y la inflación esté por debajo del objetivo”, Brainard (2017B: 4). En palabras de Bernanke, se trataría de “calibrar el vigor de la respuesta en términos de política [monetaria] (...) a la severidad del episodio”, citado por Brainard (2017B: 4). Para un mayor detalle sobre la propuesta de Bernanke y su eficacia, vid. Hebden-López Salido (2018).

38 Brainard (2017B: 4).

39 Wessel (2018: 17) recuerda que la primera propuesta en este sentido la formuló James Meade en 1977.

adoptar políticas contractivas cuando el PIB real creciera a un fuerte ritmo y la inflación estuviera controlada, a pesar de que podría ocurrir que el PIB real se hallara todavía lejos del potencial (es decir, que el ‘output gap’ fuera todavía claramente positivo)<sup>40</sup>.

El hecho es que una inflación persistentemente baja supone un problema innegable para el diseño y la implementación de la política monetaria, y ello explica que se hayan explorado a fondo distintas alternativas. Sin embargo, todas las fórmulas que se han barajado plantean, como se ha visto, dificultades y contraindicaciones. Este hecho, unido a la fuerza de la inercia y la incertidumbre que provoca todo cambio, hacen que no parezca fácil que en el futuro se vaya a modificar la formulación actual del objetivo de estabilidad de precios. En realidad, para tomar una decisión sobre esta cuestión habría que tener en cuenta, como señalan Blinder et al. (2017: 10-11), tres cuestiones fundamentales.

En primer lugar, cuál es efectivamente el límite inferior efectivo. Evidentemente, si se llegara a la conclusión de que no hay mayor problema en rebajar una y otra vez los tipos de interés nominales por debajo de cero, la cuestión estaría resuelta. En momentos de recesión el tipo de interés podría alcanzar cifras tan negativas como fuera necesario, luego volverían a subir por encima de cero y, aunque no fueran muy elevadas, siempre existiría la posibilidad de volverlas a reducir cuando hiciera falta. Sin embargo, sabemos que esto no es así. Es cierto que, durante la Gran Recesión, algunos bancos centrales han llegado a situar los tipos de interés por debajo de cero<sup>41</sup>, pero el tipo se ha aplicado exclusivamente a los depósitos del sistema bancario en el banco central (y, en ningún caso, se ha trasladado a los depósitos de los particulares en el sistema bancario) y se pueden esgrimir razones para justificarlo<sup>42</sup>. Pero

---

40 Aunque es cierto que una de las ventajas colaterales de la adopción del PIB nominal sería que se podría prescindir de tener que realizar un cálculo tan impreciso y discutible como el del PIB potencial.

41 El Banco de Japón, el BCE y los bancos centrales de Suiza, Suecia y Dinamarca: Blinder et al. (2017: 17).

42 “*Transported, stored, secured, insured*”, Blinder et al. (2017: 17).

resulta difícil pensar que el límite del *zero bound* pueda ser traspasado, o que pueda serlo de una forma significativa. Es decir, que el precio al que son retribuidos los ahorros o que deben satisfacer por los créditos los particulares puedan llegar a ser negativos.

La segunda cuestión es si, antes de explorar fórmulas distintas a la actual, existen instrumentos alternativos en el caso de que los tipos de interés nominales muestren limitaciones tan severas que hagan que no se pueda confiar exclusivamente a este instrumento la conducción de la política monetaria. Tanto Blinder et al. (2017: 11) como Yellen (2016A: 14) coinciden en responder afirmativamente sobre este punto, expresando lo *que* parece ser un amplio consenso sobre la materia: tanto la política de *Quantitative Easing*, como la de *Forward Guidance* han demostrado ser eficaces instrumentos de política monetaria durante la Gran Recesión, cuando ha resultado inevitable recurrir a ellos, ante el agotamiento del recorrido de unos tipos de interés nominales cercanos al ELB<sup>43</sup>.

La tercera cuestión que habría que examinar es cuáles serían los costes que supondría una modificación apreciable del objetivo de inflación por parte del BCE, tanto los costes directos de una mayor inflación sobre la economía, como los costes en términos de credibilidad del banco central, factor considerado de la máxima importancia por distintas e importantes razones<sup>44</sup>.

Algunas de las tres cuestiones planteadas por Blinder et al. (2017) ya han sido, en buena parte, contestadas al examinar las alternativas al actual objetivo de inflación. En realidad, el punto crucial para decidir si es o no conveniente un cambio en el objetivo de inflación sería la valoración que se pudiera hacer de la segunda y la tercera cuestión suscitadas por Blinder, puesto que, res-

---

43 Yellen (2016: 14) subraya que las simulaciones efectuadas por la FED parecen mostrar que, en caso de que la política monetaria tuviera que enfrentarse a severas restricciones, ante la imposibilidad de reducir los tipos por el ELB, el QE y la FG podrían suplir este vacío.

44 De acuerdo con Blinder et al. (2017: 11), los bancos centrales consideran imprescindible la credibilidad para “(a) mantener baja la inflación, (b) cambiar de táctica cuando resulte necesario y (c) mantener el apoyo a su independencia”.

pecto a la primera, la imposibilidad de reducir los tipos de interés a niveles significativamente inferiores a cero, existe un amplio acuerdo. De manera que, aceptados los inconvenientes (entre otros, en términos de credibilidad) que supondría modificar el objetivo de inflación, o cambiar el indicador empleado, el punto clave es hasta qué punto los instrumentos adicionales de política monetaria con los que ahora se cuenta (el QE y la FG) podrían suplir, en caso de necesidad, el efecto de una reducción sustancial de los tipos de interés.

No todo el mundo coincide en este punto. Por ejemplo, Summers (2018) sostiene firmemente que un cambio del marco de política monetaria es absolutamente imprescindible para disponer de instrumentos de política monetaria eficaces, en un contexto en que los tipos de interés nominales han experimentado una reducción histórica. Según sus estimaciones, los nuevos instrumentos disponibles (el QE y la FG) en ningún caso permitirían llevar a cabo, en caso de necesidad, una política monetaria que tuviera un efecto expansivo equivalente al de una reducción de cinco o más puntos del tipo de interés nominal (margen medio histórico que ha habido que aplicar en las recesiones, como ya se ha visto). Para Summers, lo fundamental es tener claro que el marco tradicional no funciona y hay que definir uno nuevo, y en cambio resulta secundario cuál es el elegido<sup>45</sup>, aunque él se inclinaría por fijar un objetivo de crecimiento del 5% al 6% del PIB nominal como objetivo de política monetaria<sup>46</sup>.

Sin embargo, actualmente, Summers se pronuncia como académico, no como *policy-maker* y la realidad es que la opinión generalizada entre los que elaboran las políticas (y muy especialmente, entre los bancos centrales) es poco favorable, tanto a cambiar el indicador empleado para el objetivo de la estabilidad de precios, como el porcentaje del 2% establecido de forma relativamente generalizada en los distintos países. Como concluyen Blinder

---

45 “Debería ser un marco que ofreciera suficiente margen para responder a una recesión. En otras palabras, debería prever unos tipos de interés nominales del orden del 5% en tiempos normales. Cómo se consigue esto, me parece a mí una cuestión de segundo orden”, Summers (2018: 7).

46 Summers (2018: 7).

et al. (2017: 11) “para resumir, la crisis ha mostrado que los bancos centrales tienen instrumentos a su disposición incluso en el límite inferior –que, por otra parte, es más reducido de lo que se pensaba-. Ambos hechos nuevos debilitan el argumento para aumentar el objetivo de inflación. Añadamos a ello las preocupaciones por la credibilidad, que son generales entre muchos banqueros centrales, y queda claro porque las discusiones sobre el incremento del objetivo de inflación han sido principalmente académicas”<sup>47</sup>.

Esta conclusión es todavía más aplicable a la zona euro, por la limitación que su marco regulador impone a cualquier cambio, por la dificultad que supondría alcanzar un consenso entre los distintos países que la integran y por la presumible firme oposición de Alemania a cualquier modificación en este sentido. En definitiva, por lo que se refiere al objetivo de inflación, en un futuro a medio plazo no cabe prever cambios, ni en el diseño de la política monetaria, ni en los objetivos atribuidos al BCE.

## **Los nuevos instrumentos de la política monetaria (A): las medidas de expansión cuantitativa o Quantitative Easing (QE)**

### *Las medidas de expansión cuantitativa y el aumento de los balances de los bancos centrales*

Uno de los principales legados de la Gran Recesión es, sin duda, la utilización en gran escala de medidas de expansión cuantitativa o relajación monetaria, como un instrumento central de la política monetaria. Estas medidas

---

<sup>47</sup> La misma Yellen (2016A: 16) parece abundar en la idea de que esta cuestión, de momento, no ha pasado del campo académico, cuando subraya que “algunos observadores han sugerido aumentar el objetivo de inflación del 2% del FOMC, o implementar la política monetaria a través de marcos alternativos de política monetaria, tales como el nivel de precios o el PIB nominal”; aunque inmediatamente deja claro que, de momento, el debate sobre esta cuestión se circunscribe al campo académico, cuando añade que “debo subrayar, sin embargo, que el FOMC no está considerando activamente estos instrumentos y marcos de política monetaria adicionales, aunque constituyen importantes temas de investigación”.

consisten en la expansión del balance de los bancos centrales a través de las compras de activos en gran escala (básicamente, pero no solo, deuda pública), financiadas mediante la creación de depósitos del sistema bancario (reservas) en el pasivo del mismo. En consecuencia, generan un aumento directo de la base monetaria, que se debería traducir en un incremento de las disponibilidades líquidas.

Lo que caracteriza de manera distintiva el QE no es tanto la expansión muy apreciable del balance de los bancos centrales (circunstancia que se había producido en el pasado muchas veces), sino el hecho de que ello obedezca estrictamente a razones de política monetaria, por la imposibilidad de seguir recurriendo al instrumento tradicional de la misma, los tipos de interés a corto plazo, cuando éstos entran en la zona del ZLB.

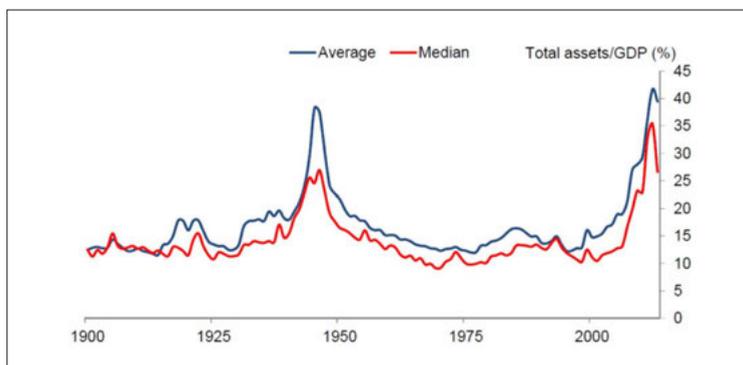
Como señalan Haldane et al., los balances de los bancos centrales habían experimentado expansiones de gran magnitud en numerosas ocasiones a lo largo de la historia, pero ello obedecía a dos grandes finalidades: la financiación de guerras o el rescate de bancos, es decir, a crisis bélicas o crisis bancarias<sup>48</sup> y no a objetivos específicos de política monetaria. Recuerdan estos mismos autores que, de hecho, el tamaño del balance del Banco de Inglaterra justo antes de la Gran Recesión (en torno al 5% del PIB) era bastante más reducido del que era habitual en los siglos XVIII y XIX y en la primera mitad del XX, que se había situado con frecuencia por encima del 10% (Haldane et al., 2016: 3). También en la zona euro el porcentaje se situaba en torno del 5% antes de la Gran Recesión, y algo parecido cabe decir de la mayoría de países. El Gráfico 6.2, con datos de dieciséis países desde el año 1900, ilustra adecuadamente este punto y permite comprobar cómo los balances de los bancos centrales se han mantenido a lo largo del tiempo en porcentajes medios que se

---

48 “Expansiones significativas de los balances de los bancos centrales han sucedido desde que tenemos bancos centrales. Sin embargo, en los siglos precedentes estas inyecciones monetarias tendían a estar asociadas a la financiación de las guerras o al rescate de los sistemas bancarios, más que operando como un instrumento de política monetaria”, Haldane et al. (2016: 1).

sitúan en torno al 10% del PIB, con puntas muy marcadas durante la Segunda Guerra Mundial y ahora con la Gran Recesión.

**Gráfico 6.2 - Balances de los bancos centrales**



Countries covered are: Australia, Canada, Finland, France, Germany, Italy, Japan, Norway, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States. After 1999, they consider aggregated balance sheet data for the European System of Central Banks (ESCB) in lieu of the euro area countries Finland, France, Germany and Italy. Source: Ferguson, Schaab and Schularick (2015). 'Central bank balance sheets: expansion and reduction since 1900'.

Reproducido de Haldane (2016).

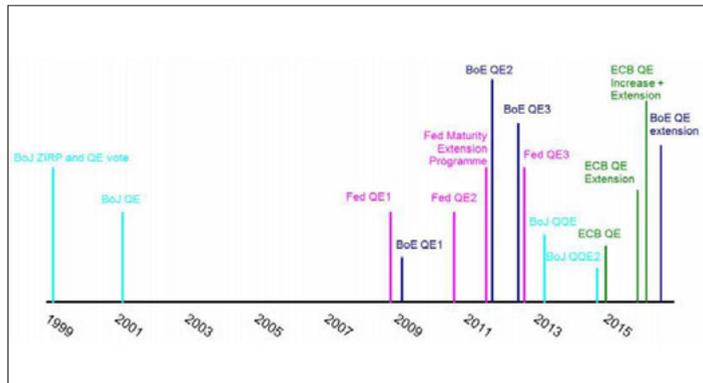
La Gran Recesión ha propiciado que por primera vez se utilizara el tamaño de los balances de los bancos centrales con finalidades de política monetaria, llevándolos a niveles semejantes a los de la Segunda Guerra Mundial. El primer país en recurrir a este tipo de medida fue Japón, antes de la Gran Recesión, ante la persistente situación de estancamiento económico con deflación por la que atravesaba este país, y después de haber reducido los tipos de interés nominales hasta niveles muy próximos al ZLB<sup>49</sup>. En febrero de 1999 un miembro del comité del Banco de Japón ya propuso implementar “una expansión cuantitativa, tomando como objetivo la base monetaria”, aunque las primeras medidas no se adoptaron hasta marzo de 2001. Cabe destacar, en primer lugar, que ello tuvo lugar, como ya se ha señalado, mucho antes de

<sup>49</sup> Haldane et al. (2016: 5).

que estallara la Gran Recesión, y que la razón fundamental para hacerlo fue el agotamiento del recorrido del tipo de interés nominal, instrumento básico de la política monetaria. Y, en segundo lugar, que el objetivo declarado de estas medidas era la expansión de la base monetaria (que, a su vez, debería incidir sobre la oferta de crédito), lo que implicaba “utilizar la cantidad de reservas [depósitos] en el banco central como el objetivo operativo de política monetaria [‘operating policy target’]”<sup>50</sup>.

La Gran Recesión condujo a la generalización de estas medidas de QE a la mayoría de países avanzados, y la causa fue, también, el agotamiento del recorrido a la baja del instrumento del tipo de interés nominal hasta alcanzar niveles cercanos a su mínimo efectivo. En estos momentos son seis los países o zonas monetarias que las han adoptado: el ya referido Banco de Japón, la FED en 2008, el Banco de Inglaterra en 2009, el BCE en 2015, y los bancos centrales de Suiza y Suecia. El Gráfico 6.3 ofrece la cronología de los programas de expansión cuantitativa adoptados en las cuatro principales áreas monetarias.

**Gráfico 6.3 - Cronología QE**

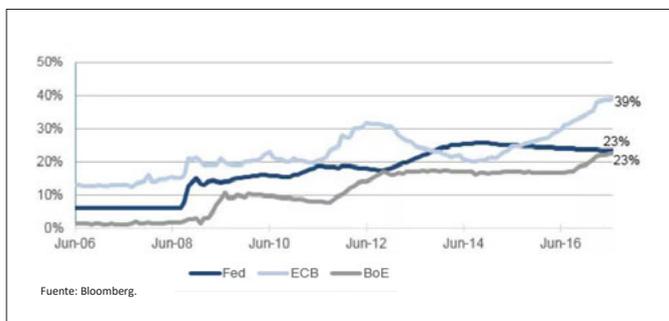


Reproducido de Haldane (2016).

<sup>50</sup> Haldane et al. (2016: 5).

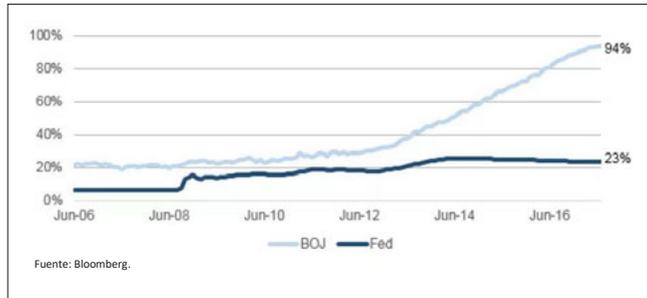
La aplicación de estas medidas ha conducido, en todos los casos, a un aumento apreciable de los balances de los bancos centrales, que se sitúan, inmediatamente después de la Gran Recesión, en tamaños que multiplican por varios enteros a los que tenían antes de la misma. El ritmo y la intensidad del aumento no son, sin embargo, uniformes en las distintas las zonas monetarias que han aplicado medidas de expansión cuantitativa. Como señalan Haldane et al. (2016: 5), hacia 2013 los balances de los bancos centrales se situaban en todas las zonas monetarias en porcentajes similares, del orden de entre el 20% y el 30% del PIB. Sin embargo, a partir de entonces, mientras que los balances de la FED y del Banco de Inglaterra no experimentaron expansiones adicionales significativas, los del BCE y del Banco de Japón continuaron aumentando, hasta niveles del 40% y del 90% del PIB, respectivamente, en los que se hallaban a mediados de 2018 [Gráficos 6.4(A y B)]. En el caso del BCE, además, resulta importante precisar que el aumento del balance tiene lugar en dos etapas sucesivas (Capítulo 5). La primera está originada por la necesidad de proporcionar liquidez al sistema bancario y se produce básicamente a través de operaciones de crédito a la banca ('repos', mediante las MTRO, LTRO). La segunda, a partir de 2015, tiene claramente una finalidad de política monetaria y se instrumenta a través de los distintos programas de compra de activos que dan lugar al QE.

**Gráfico 6.4(A) - Balances de los bancos centrales: FED, BCE y BoE (% s/PIB)**



Fuente: Bloomberg.

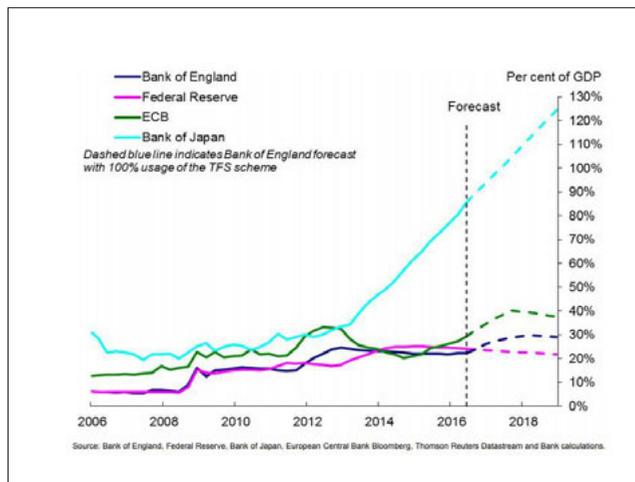
**Gráfico 6.4 (A) - Balances de los bancos centrales: FED y BOJ (% s/PIB)**



Fuente: Bloomberg.

Reproducido de Ng-Wessel (2017).

**Gráfico 6.4 (B) - Balances de los bancos centrales**

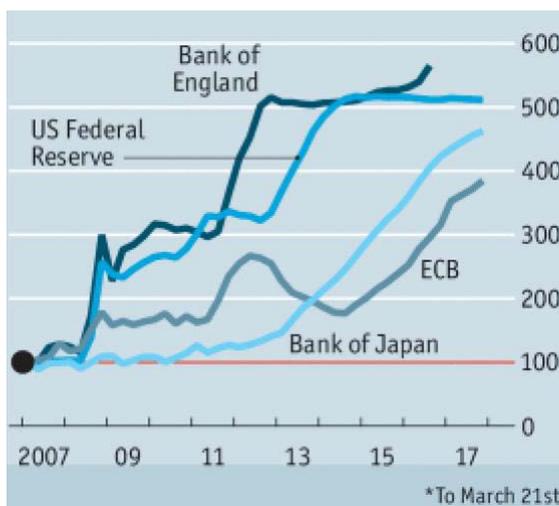


Reproducido de Haldane (2016).

Es cierto que la comparación entre el crecimiento del balance de los distintos bancos centrales ofrecería resultados diferentes, si en lugar de examinar en cuánto ha variado el peso del balance respecto al PIB, utilizáramos como indicador de referencia el crecimiento del tamaño absoluto del balance del

banco central entre los años 2007 (que podemos considerar inmediatamente anterior a la Gran Recesión) y 2017. En tal caso, observaríamos que todos los balances se han multiplicado por una cifra comprendida aproximadamente entre cuatro y cinco, aunque el BCE sería el que ha experimentado el menor aumento (por debajo de cuatro) y el Banco de Inglaterra y la FED el más pronunciado (por encima de cinco) (Gráfico 6.5).

**Gráfico 6.5 - Activos de los bancos centrales**  
(1er T. 2007=100)



Reproducido de The Economist (2018).

Sea como sea, utilizando uno u otro ratio, el hecho es que los balances de los bancos centrales de los países que han aplicado políticas de expansión cuantitativa (FED; BCE; BoE, BoJ, más los bancos centrales de Suiza y Suecia) han experimentado un aumento de una magnitud poco habitual. En su conjunto, estos seis bancos centrales poseen en torno a 15 billones de euros de activos, de los cuáles 9 billones corresponden a deuda pública (60% del total), lo que significa que cerca del 20% de la deuda pública total se halla en poder de los bancos centrales.

En el capítulo anterior se han examinado con detalle las diferentes medidas que condujeron a la expansión del balance del BCE, y los distintos paquetes de activos en que estas se materializaron. En el caso del BCE, como ya se ha indicado, se puede establecer una clara distinción entre dos tipos de activos. Por una parte, los que responden a las operaciones cuyo fin es básicamente hacer frente a un problema de liquidez del sistema bancario, materializados en distintos tipos de crédito a los bancos, con la garantía de colaterales de distinta calidad y con acuerdos de recompra (*repos*). En el caso del BCE, fueron estos activos los que explican la expansión del balance en una primera fase, para hacer frente al colapso del sistema bancario y proporcionar financiación a los bancos, cuando los mercados habituales se les cerraron por la incertidumbre existente sobre su viabilidad; y las características fundamentales que habría que destacar son su carácter masivo y el alargamiento muy importante de los plazos, hasta uno y tres años. Por otra parte, a partir de 2015, los activos que explican la expansión del balance del BCE son básicamente títulos adquiridos directamente en el mercado, principalmente deuda pública, aunque también títulos privados; la finalidad de las medidas es de política monetaria, tratando de sustituir el papel que habitualmente desempeñan los tipos de interés, en un momento en que esos se han situado cerca de la zona del ELB.

### *Los fundamentos analíticos de las políticas de QE*

La justificación teórica para la adopción de medidas de expansión cuantitativa no es nítida. No existe un consenso indiscutible sobre cuáles son los mecanismos que explican el papel que puede desempeñar este instrumento de acuerdo con los marcos teóricos empleados habitualmente. Haldane et al. (2016: 7-9) señalan que, esquemáticamente, los mecanismos de transmisión del QE son básicamente dos: un aumento de las reservas (pasivo en forma de depósitos de los bancos en el banco central) para adquirir títulos de deuda a corto plazo (y reducir los tipos de interés); y un cambio del plazo de los vencimientos, reemplazando este tipo de activos a corto plazo por otros a largo plazo. Ahora bien, en principio, y según los modelos macroeconómicos convencionales, ninguno de estos efectos debería tener impacto sobre la econo-

mía real. Lo cual significa que si queremos encontrar una justificación teórica a este tipo de medidas es necesario “desviarnos de los modelos estándar para añadir diversas fricciones y distorsiones de mercado”<sup>51</sup>.

Señalan estos autores que, de acuerdo con la abundante literatura sobre el QE publicada en los últimos años, cabe identificar seis canales a través de los cuáles podría actuar, en estas circunstancias, la política monetaria no convencional. Estos canales son los siguientes<sup>52</sup>:

i) Efectos de señalización de la política monetaria (‘monetary policy signaling’). Las medidas de QE indican claramente cuáles son los objetivos de la política monetaria (efecto muy vinculado a las medidas de FG).

ii) Reestructuración de la cartera de activos (‘portfolio rebalancing’). Los inversores modifican la composición de su cartera de activos, al modificarse el precio y la expectativa de riesgo de los mismos.

iii) Efectos en términos de liquidez. Aumento de la liquidez y compresión del margen recibido en concepto de premio de liquidez.

iv) Tipo de cambio. La reducción de los tipos de interés presiona a la baja sobre el tipo de cambio.

v) Confianza/reducción de la incertidumbre. El QE mejora las expectativas y disminuye la volatilidad en los mercados, lo que incide favorablemente en la eficacia de cualquiera de los canales de transmisión.

vi) Crédito bancario. El QE incentiva un aumento del crédito bancario.

---

51 Haldane et al. (2016: 7).

52 Vid. Haldane et al. (2016: 8 y 10), especialmente Figure 7 y Table 1. Gagnon (2016) también examina los canales de transmisión del QE.

Existen, pues, explicaciones relativamente razonables sobre la forma en que el QE incide en la economía real, aunque estas explicaciones se hallan en el límite, o simplemente fuera, del marco teórico que ofrecen los modelos macroeconómicos hegemónicos en las últimas décadas (los modelos DSGE). Como señaló Bernanke en 2014, “el problema con el QE es que funciona en la práctica, pero no en la teoría”<sup>53</sup>. Es por ello por lo que algunos autores<sup>54</sup> destacan la necesidad de profundizar el trabajo académico sobre la materia, para tratar de ofrecer explicaciones convincentes, en un marco teórico sólido, sobre los efectos de las medidas de QE sobre los mercados financieros y la economía real.

### *La eficacia del QE en la práctica*

A pesar de las limitaciones del marco teórico explicativo, el estudio de los efectos prácticos de las medidas de QE ha constituido un tema de interés preferente durante los últimos años, dando lugar a una literatura más que abundante<sup>55</sup>. Finalmente, estas medidas fueron adoptadas en una situación límite, cuando los tipos de interés ya no podían continuar reduciéndose; cuando se implementaron no existían precedentes que pudieran servir de elemento de referencia; y su aplicación respondió a necesidades fundamentalmente prácticas. De manera que resulta perfectamente comprensible que, inmediatamente después de adoptadas, existiera, y siga existiendo, un destacado interés para examinar hasta qué punto su aplicación ha resultado efectiva y, en cualquier caso, cuáles han sido sus principales efectos sobre la economía.

Las principales conclusiones que cabe destacar de estos estudios son las siguientes:

---

53 Bernanke (2014).

54 Entre otros, vid. Blinder et al. (2017: 20).

55 Para un examen amplio de los principales estudios realizados, vid. Haldane et al. (2016) y Blinder et al. (2017).

1) Existe un amplio consenso sobre la eficacia de las medidas de expansión cuantitativa, tanto sobre los mercados financieros, como sobre la economía real<sup>56</sup>. Numerosos estudios ofrecen resultados concluyentes en este sentido<sup>57</sup>. El impacto sobre los mercados financieros se mide, sobre todo, por el efecto sobre los tipos de interés a largo plazo. Aunque los estudios subrayan la dificultad de ofrecer cifras precisas y, cuando lo hacen, el rango cuantitativo de variación es elevado, la conclusión obtenida de manera abrumadora por casi todos ellos es que las medidas de QE tienen un impacto significativo en la reducción de los tipos a largo plazo. Según Wessel (2017: 2) en el caso de los Estados Unidos existe un amplio consenso respecto a que las tres rondas de QE efectuadas por la FED (que alcanzaron un total de 3,6 billones de dólares; vid. Capítulo 5) produjeron una reducción del 1% del tipo de interés a largo plazo, estimación básicamente coincidente con las recogidas por Haldane et al. (2016: 9)<sup>58</sup> y por Gagnon (2016: 4), según el cual una expansión cuantitativa del orden del 10% del PIB produciría un descenso del 0,5% en los tipos de interés a largo plazo<sup>59</sup>. Gagnon (2016: 5) subraya, por otra parte, que el efecto acumulado de las diferentes rondas de QE en Estados Unidos (3,6 billones, 20% del PIB, reducción del tipo de interés a

---

56 Ya en 2016, Gagnon (2016: 1) escribía que “raramente, si es que ha ocurrido alguna vez, los economistas que estudian una cuestión específica han alcanzado tan rápidamente un consenso tan amplio”.

57 Vid., especialmente, Gagnon (2016: 2-4), Haldane et al. (2016: 9-13) y Blinder et al. (2017: 9-10); también, entre otros, Ng-Wessel (2017), Wessel (2017), Andrade et al. (2016), Burriel et al. (2017) y Swanson (2017). Existen voces discrepantes respecto sobre la eficacia de las medidas de QE. Vid., por ejemplo, Greenlaw et al. (2018), o Elbourne-Ji (2019) y Elbourne et al. (2019), que ponen de manifiesto los problemas de identificación que aparecen cuando se trata de aislar los efectos debidos exclusivamente a las medidas de QE.

58 Estos autores recogen la estimación de Williams (2014), de acuerdo con la cual una expansión cuantitativa de 600.000 millones de dólares (seis veces menos que los 3,6 billones citados) produjo un descenso de entre 15 y 25 puntos básicos (también seis veces menos) en el tipo de interés a largo plazo.

59 En consecuencia, una expansión de 3,6 billones de dólares (que supone en torno el 20% del PIB) produciría una disminución de 1%.

largo plazo en un 1%) equivaldría al efecto de una reducción del tipo de interés a corto plazo de un 2,5%<sup>60</sup>.

Los estudios disponibles demuestran, por otra parte, que el impacto de la disminución del tipo de interés de la deuda pública a largo plazo se traslada de manera relativamente inmediata a otros mercados financieros, como el de acciones y activos privados de renta fija, cuya cotización experimenta un claro comportamiento al alza<sup>61</sup>, y, lo que es más importante, a la economía real. Aunque en este terreno las estimaciones deben ser tomadas todavía con más cautela que cuando hablamos de los mercados financieros<sup>62</sup>, parece existir una amplia coincidencia respecto a que las compras masivas de activos han incidido favorablemente en el crecimiento del PIB (en torno de un punto), la reducción del desempleo (en torno de un punto) y el aumento de la inflación (alrededor de medio punto)<sup>63</sup>.

2) De acuerdo con los diferentes estudios realizados, existen un conjunto de factores que hay que tomar especialmente en consideración, en el momento de evaluar la eficacia de las medidas de QE. Primero, parece demostrado que la misma disminuye con el tiempo, y que

---

60 Esta estimación es de un orden de magnitud semejante a la que proporcionan Haldane et al. (2016: 9), según los cuáles una disminución del tipo de interés a corto plazo en 75-100 puntos básicos tiene un impacto de 15-25 puntos básicos en el tipo de interés a diez años.

61 La disminución de los tipos de interés produce, como es sabido, un aumento de las cotizaciones de los distintos activos financieros. Haldane et al. (2016: 13) subrayan que el aumento del precio de los bonos derivado de las compras masivas de deuda pública provoca una reestructuración de la cartera de activos de los inversores, que aumentan la demanda de activos alternativos, como son los bonos privados y las acciones, con el consiguiente aumento de su cotización.

62 Por ejemplo, Williams (2014) considera que el grado de incertidumbre sobre los efectos macroeconómicos de las compras de activos es al menos dos veces mayor que el de la política monetaria convencional.

63 Vid. Haldane et al. (2016: 21-23), Gagnon (2016: 5) y Blinder et al. (2017: 20). Haldane et al. (2016: 22), Table 4, ofrecen un buen resumen de los resultados proporcionados por los diferentes estudios realizados.

el impacto sobre los mercados financieros se produce antes en el momento en que estas medidas son anunciadas y se forman las expectativas que en el de su materialización<sup>64</sup>. Segundo, parece muy claro que la eficacia de las medidas de expansión cuantitativa está estrechamente vinculada al hecho de que los tipos de interés se hallen en el límite de su recorrido a la baja, es decir en la zona del ZLB o el ELB. Ello querría decir que la eficacia de las medidas de QE sería más que discutible en períodos de tipos de interés normales, y por lo tanto su incorporación a la caja de herramientas de la política monetaria debería ser adoptada con gran prudencia<sup>65</sup>. En tercer lugar, algunos trabajos parecen sugerir que la eficacia de las medidas de compra masiva de activos está más correlacionada con el tamaño y la amplitud del mercado de bonos que con el del conjunto de la economía. Es decir, una compra masiva de activos de un mismo tamaño en relación al PIB tiene un mayor o menor impacto sobre los mercados financieros (y, por este canal, sobre la economía real) según el tamaño del mercado de bonos sea más o menos reducido<sup>66</sup>. Finalmente, en cuarto lugar, a la hora de calcular el impacto de las medidas de expansión cuantitativa, Blinder et al. (2017: 21) señalan la dificultad de separar los efectos producidos genuinamente por estas medidas, de los que son el resultado de las medidas de *Forward Guidance*, que normalmente están intrínsecamente asociadas a las primeras<sup>67</sup>.

- 3) Una valoración de conjunto de las políticas de expansión cuantitativa no puede ignorar los eventuales efectos colaterales de signo negativo que estas pueden provocar. De hecho, como es sabido, en el caso de la zona euro la adopción de estas medidas ha sido objeto de signifi

---

64 Haldane et al. (2016: 9), Gagnon (2016: 4) y Blinder et al. (2017: 19).

65 Kiley (2018A).

66 Gagnon (2016: 4).

67 “¿Como diferenciar los efectos de las medidas de QE y de FG, cuando las dos son promulgadas conjuntamente? Para introducir una complicación adicional, la comunicación sobre los tipos de interés futuros a menudo va acompañada de orientaciones sobre el futuro QE”, Blinder et al. (2017: 21).

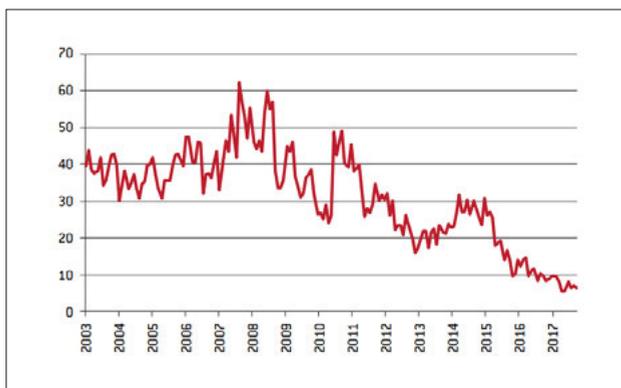
cativas controversias, en las que el Bundesbank se ha caracterizado por adoptar una posición especialmente reticente. Es por ello por lo que Blinder et al. (2017: 19) subrayan que “el QE tiene tanto defensores como detractores [y que] muchos críticos, tanto dentro como fuera de la comunidad de los bancos centrales, han apuntado una lista de potenciales efectos colaterales”. Un primer efecto inmediato es que los menores tipos de interés asociados al QE pueden conducir a una toma excesiva de riesgos, con los consiguientes peligros que ello comporta en términos de estabilidad financiera<sup>68</sup>.

En general, se considera que las medidas de QE conducen a un debilitamiento de los límites y restricciones que impone el funcionamiento normal del mercado. Claeys-Demertzis (2017: 12-13) señalan, por ejemplo, que la abundante liquidez (vía exceso de reservas del sistema bancario en el BCE) generada por las medidas de QE ha conducido a un descenso muy apreciable de las cantidades negociadas en el mercado interbancario (vid. Gráfico 6.6), con el consiguiente relajamiento que ello supone para el apalancamiento de las entidades bancarias. Sin embargo, como señalan los propios autores, este parece un argumento cuanto menos discutible. En primer lugar, porque en los tiempos de bonanza, y después con la explosión de la crisis bancaria, el mercado interbancario no demostró ser especialmente eficiente en el momento de discriminar según el riesgo entre las distintas entidades. Y, en segundo lugar, porque existen instrumentos más idóneos que la política monetaria (en concreto, la política macro prudencial) para controlar el riesgo asumido por las entidades financieras y, en general, para garantizar la estabilidad financiera.

---

68 Weidmann (2018: 1-2) pone especial énfasis en este punto.

**Gráfico 6.6 - Volumen diario de transacciones en el mercado interbancario**  
(media mensual; en miles de millones de €)



**Fuente: Bloomberg**

Reproducido de Claeys-Demertzis (2017).

Blinder et al. recogen dos efectos colaterales negativos que también han sido frecuentemente citados. Por una parte, la reducción apreciable de los tipos de interés de la deuda pública puede rebajar la presión sobre los gobiernos para la reducción del déficit público. Y, por otra parte, algunas voces (en la esfera académica, en la política, o entre los *policy-makers*) consideran que la compra masiva de deuda pública a largo plazo por parte del BCE puede suponer cruzar la línea propia de la política monetaria, que se supone neutral sobre quiénes reciben el crédito, para entrar de lleno en el campo de la política fiscal, un terreno que debería ser privativo de los responsables políticos.

- 4) Un punto especialmente importante, y sobre el que existen numerosas aportaciones<sup>69</sup>, es el impacto de las políticas de QE sobre la

<sup>69</sup> Vid., entre otras, ECB (2016: 48-51), Dietsch et al. (2016), Fontan (2017), BoE (2012), Mersch (2014), Amaral (2017), Ampuda et al. (2018), Colciago et al. (2018), Bunn et al. (2018).

igualdad y la distribución de la renta. El razonamiento que da lugar al debate sobre la cuestión es relativamente claro: las políticas de compra masiva de deuda pública (y otros tipos de activos financieros), generan un aumento apreciable del valor de estos activos, lo que beneficia sobremanera a las clases más elevadas de la sociedad, que son las que concentran la titularidad de este tipo de riqueza. Esta primera conclusión, sin duda fundamentada, ha sido matizada posteriormente por sucesivas aportaciones más elaboradas, que han tratado de tener en cuenta los distintos canales a través de los cuales las medidas de QE pueden incidir en la distribución de la renta y la riqueza.

Estas aportaciones señalan que los efectos distributivos de la política monetaria tienen lugar a través de dos vías: los canales financieros, rentas financieras (intereses pagados y recibidos) y riqueza financiera; y el impacto macroeconómico en términos de crecimiento del PIB, desempleo e inflación<sup>70</sup>. El primero de los canales financieros afecta a las rentas y viene determinado por los cambios en los tipos de interés. Se trata de examinar de qué manera la drástica reducción de los tipos producida por las medidas de expansión cuantitativa ha afectado a las rentas netas por intereses (intereses percibidos menos intereses pagados) de los distintos sectores de la economía. La conclusión que alcanza el ECB (ECB, 2016: 48-50) es relativamente previsible: el sector público y el sector empresarial no financiero (típicamente deudores) se han visto claramente beneficiados, mientras que el sector financiero y las economías domésticas (acreedores) se han visto perjudicados. Sin embargo, el BCE indica que los efectos negativos sobre los ahorradores particulares son bastante más pequeños de lo que se ha pretendido en ocasiones<sup>71</sup> y que, además, dentro

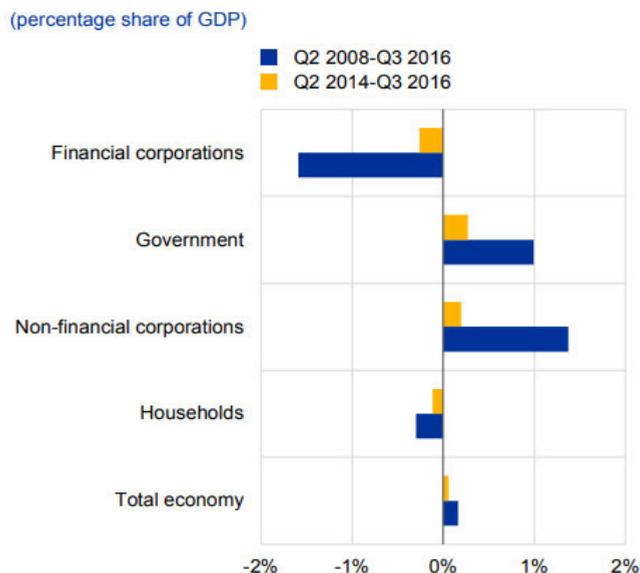
---

<sup>70</sup> Vid., especialmente, ECB (2016).

<sup>71</sup> Este argumento ha sido frecuentemente utilizado por las autoridades alemanas, sobre todo por parte del anterior ministro de finanzas, Wolfgang Schäuble. El ECB (2016: 49) subraya que “el sector de las economías domésticas, que a menudo se ha pensado que ha sido duramente perjudicado, dada su condición de ahorrador neto, de hecho ha registrado solamente suaves pérdidas en las rentas netas percibidas por intereses”.

de las economías domésticas, las más perjudicadas fueron, como es lógico, las de mayor nivel de renta, lo que significa que este factor produjo, en realidad, “un impacto distributivo progresivo” (vid. Gráficos 6.7(A y B)).

**Gráfico 6.7(A) - Cambios en los intereses netos en los distintos sectores**



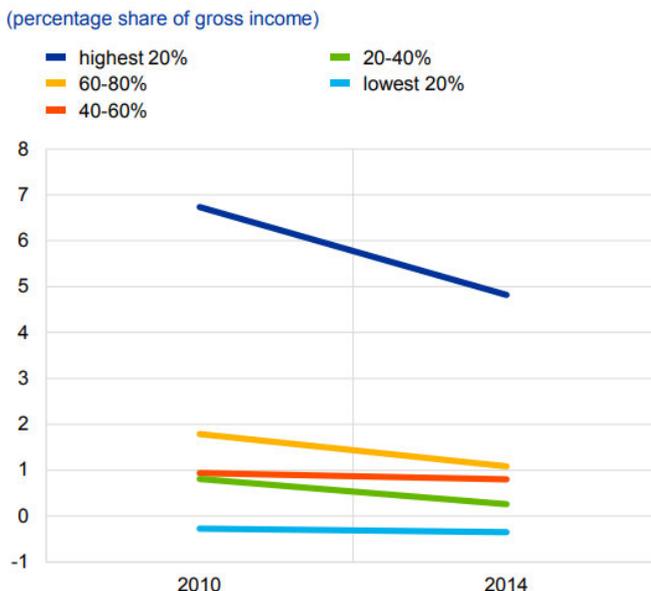
Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The chart reflects the changes from the second quarter of 2008 to the third quarter of 2016, and from the second quarter of 2014 to the third quarter of 2016, in the four-quarter moving average of net interest income.

To exclude the impact of variations in the stocks of assets/liabilities on net interest income, the changes are computed by applying the asset and liability rates of return on the notional asset and liability stocks in the first quarter of 2008 and the first quarter of 2014 respectively. Changes in net interest income are expressed as percentages of GDP, with GDP fixed at the respective starting points. Interest payments/earnings are shown after the allocation of FISIM (financial intermediation services indirectly measured).

Reproducido de ECB (2016).

**Gráfico 6.7(B) - Renta financiera neta de las economías domésticas**



Source: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (2010 and 2014).

Notes: Percentage ranges indicate net wealth classes, e.g. lowest 20% = the fifth of households with the lowest net wealth. Net financial flows are calculated as income from financial investments minus total debt payments. Shares are calculated as the sum of net financial flows of households in each net wealth class divided by the sum of household income for all households in the net wealth class.

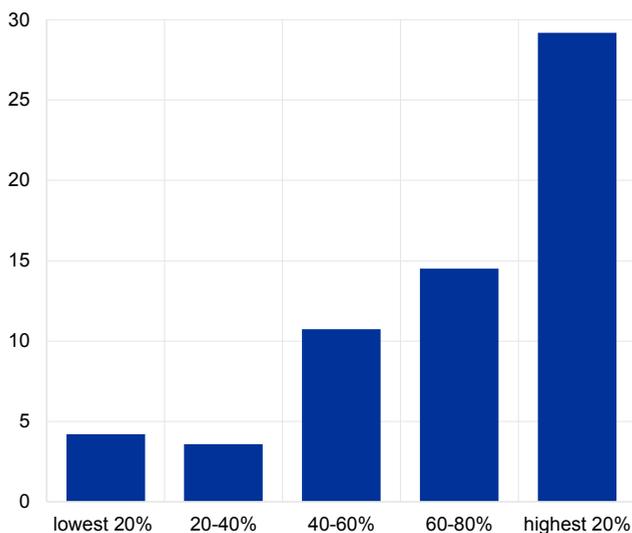
Reproducido de ECB (2016).

El segundo canal financiero corresponde a la riqueza financiera, y en este punto todas las estimaciones coinciden con el razonamiento inicial: las medidas de expansión cuantitativa han beneficiado especialmente a los segmentos más elevados de la escala distributiva. Como señala el Banco Central Europeo (ECB, 2016: 49) “los hogares de la zona euro que poseen activos financieros, tales como acciones y bonos, están

fuertemente concentrados en el tramo más elevado de la distribución de la riqueza neta”, lo que ha conducido a que el incremento del precio de los activos financieros provocado por las medidas de QE haya tenido un impacto claramente más favorable para estos sectores de la población. De acuerdo con las estimaciones del BCE, mientras que el aumento del valor de la riqueza financiera del 20% superior, equivale a cerca de un 30% de la renta media, en el caso del 40% inferior no llega al 5% (vid. Gráfico 6.8).

**Gráfico 6.8 Cambio estimado en la riqueza neta de las familias**

(percentage point change in mean net wealth as a percentage share of mean gross income in that wealth class, Q2 2014-Q2 2016)



Sources: ECB simulations and Eurosystem Household Finance and Consumption Survey.

Note: Percentage ranges indicate net wealth classes, e.g. lowest 20% = the fifth of households with the lowest net wealth.

Reproducido de ECB (2016).

Finalmente, para valorar adecuadamente los efectos distributivos de la política monetaria es preciso considerar su impacto macroeconómico. Aunque es difícil aislar estrictamente el efecto de las medidas de QE, el BCE (ECB, 2016: 50) estima que han tenido “efectos distributivos positivos a medio plazo, relacionados con la expansión de la demanda agregada, la reducción del desempleo y su contribución a la estabilidad de precios, [factores] todos ellos, que tienden a reducir la desigualdad”<sup>72</sup>.

### *La vuelta a la normalidad en un nuevo contexto*

En la actualidad existen ya numerosas aportaciones que resultan sumamente útiles a la hora de abordar de qué forma habría que llevar a cabo la vuelta a la normalidad, una vez ésta deba producirse. Es decir, como debe tener lugar la reducción del balance de los bancos centrales y eliminarse progresivamente las medidas de QE. En primer lugar, reduciendo progresivamente el importe de las compras netas, y llevando luego a cabo la desinversión neta de activos: el denominado *tapering*. Sobre este punto cabe realizar tres observaciones.

- 1) Cuando se vayan a adoptar medidas de esta naturaleza, estas deben ser anunciadas con mucha antelación y después deben ser aplicadas de forma extremadamente gradual, con el fin de evitar la volatilidad

---

<sup>72</sup> El Banco de Inglaterra realizó una primera valoración del impacto de las medidas de expansión cuantitativa sobre la distribución de la renta ya en 2012. Lo hizo a resultas de que “en su informe sobre el presupuesto de 2012, el *Treasury Committee* destacó el impacto redistributivo de la política monetaria y pidió al Banco, y en particular a los miembros del MPC [*Monetary Policy Committee*], mejorar sus esfuerzos para explicar los costes y beneficios de las medidas de política monetaria adoptadas, en especial a los grupos sobre los que existe la percepción de que se han visto afectados de manera especialmente negativa”. La conclusión tenía un tono contundentemente positivo: “sin las compras de activos por parte del Banco de Inglaterra, la mayoría de la población en el Reino Unido estaría peor. El crecimiento económico hubiera sido más bajo. El desempleo hubiera sido más alto. Muchas más compañías hubieran tenido que cerrar. Esto hubiera tenido un impacto significativo en detrimento de los ahorradores y los pensionistas, así como para todos los demás grupos de la sociedad. Todas las valoraciones de los efectos de las compras de activos deben ser vistas bajo esta luz”, BoE (2012: 254).

y los efectos disruptivos sobre los mercados<sup>73</sup>. En este sentido, la experiencia del ‘pánico’ por la normalización del balance (el llamado *taper tantrum*) de 2013 sirvió de seria advertencia. En aquel momento, el entonces presidente de la FED, Bernanke habló de la necesidad de la vuelta a la normalidad, sin adoptar las cautelas a las que acabamos de hacer referencia, y ello provocó un principio de pánico en los mercados, y un movimiento muy significativo de capitales desde los países emergentes hacia los Estados Unidos, ante la que se preveía inminente subida de los tipos de interés<sup>74</sup>.

- 2) La experiencia del *tapering* en los Estados Unidos, y los primeros pasos que ya se han empezado a adoptar en la zona euro en 2019, indican que la senda de la vuelta a la normalidad consta de tres fases<sup>75</sup>. La primera es la progresiva reducción de las compras netas de activos (del QE), hasta mantener estable el balance del banco central, es decir, reinvertiendo en compras de activos unas cantidades equivalentes a las recibidas en concepto de vencimientos. Esto es lo que ocurrió en Estados Unidos en octubre de 2014, y sucede en la zona euro desde 2019. Este proceso es muy gradual. En la zona euro, por ejemplo, entre enero y septiembre de 2018, el ritmo mensual de adquisiciones descendió de 60.000 a 30.000 millones de euros, de octubre a diciembre, pasó a 15.000 y terminaron en diciembre de este año<sup>76</sup>. La segunda fase es la gradual subida de los tipos de interés. En Estados Unidos, las subidas empezaron en el mes de diciembre de 2015, es decir, un año después de haber estabilizado el balance del banco central. En la zona euro, todavía no se ha fijado una fecha, y la previsiones temporales se han retrasado (Capítulo 5). De nuevo,

---

73 Wessel (2017: 2). Citando al presidente de la Reserva Federal de Filadelfia, Patrick Harker, este autor señala que el *tapering* “será aburrido; será el equivalente en términos de políticas públicas, a ver secar una pintura”. Sobre este punto, vid., en especial, Claeys-Demertzis (2017).

74 Vid., Wessel (2017: 1), Allen-Fray (2017: 2) y Blitz (2017: 2).

75 Vid. Yellen (2016A: 9), Fleming-Leatherby (2017: 2) y Claeys-Demertzis (2017: 5-6).

76 Vid. Capítulo 5.

los aumentos son muy graduales y anunciados con gran antelación. La tercera fase, finalmente, consiste en la reducción del balance del banco central<sup>77</sup>. En Estados Unidos empezó en septiembre de 2017, es decir, tres años después de que cesaran los programas de expansión monetaria, y en la zona euro todavía no se fijado cuál será el horizonte preciso, aunque el BCE ha indicado reiteradamente que será bastante después de empezar a aumentar los tipos de interés. El procedimiento adoptado en Estados Unidos consiste en fijar las cantidades máximas (*cap*) que se deben retirar del mercado en los diferentes tipos de activos, de manera que sólo se reinvierten en nuevas compras las cifras que exceden de estas cantidades. Estas cantidades se fijaron en 30.000 millones de dólares mensuales para los bonos del tesoro y de 20.000 millones para las cédulas hipotecarias (MBS por ‘Mortgage Backed Securities’), cifras que se debían alcanzar en un año, a partir de unas cifras de partida de 6.000 y 4.000 millones, respectivamente<sup>78</sup>.

- 3) Finalmente, la tercera observación se refiere a la dimensión real de la reducción del balance que tendrá lugar a lo largo del proceso de normalización. En el caso de los Estados Unidos, donde este proceso empezó ya, como se ha señalado, en septiembre de 2017, las previsiones son relativamente vagas, como lo demuestra que la previsión sobre el tamaño final del balance de la FED (que se situaba en 4,7 billones de dólares al inicio del *tapering*) podría situarse, según las estimaciones, en un margen relativamente amplio, que va desde los 2,4 a los 3,5 billones de dólares (es decir, entre el 50% y el 75% del

---

77 Yellen (2016A: 9) señala que en Estados Unidos, la autoridad monetaria consideró la posibilidad de “empezar reduciendo nuestros saldos de activos (...) y solo empezar a aumentar los tipos de los fondos federales después de que el balance del banco central se hubiera contraído de manera sustancial; pero decidimos en contra de este enfoque porque nuestra capacidad para predecir los efectos de los cambios en el balance del banco central sobre la economía es menor que la asociada con los cambios en los tipos de interés”.

78 Fleming-Leatherby (2017: 2) y Claey-Demertzis (2017: 6).

tamaño inicial)<sup>79</sup>. En cualquier caso, existe una coincidencia generalizada respecto un punto: el tamaño del balance al final de este proceso será significativamente más elevado del que existía al inicio de la Gran Recesión y antes de que se empezaran a aplicar de forma masiva las políticas de expansión cuantitativa<sup>80</sup>. En el caso de la zona euro, todavía no ha empezado el proceso de reducción del balance, ni existen previsiones sobre este punto por parte del BCE, pero todo induce a pensar que el proceso será muy parecido al que ha seguido la FED. Primero, ya se ha producido la estabilización del balance del banco central, después deberíamos asistir a un progresivo aumento de los tipos de interés, y bastante más tarde, empezará el proceso que debería conducir a un encogimiento del mismo, mediante la desinversión neta de los activos que ahora figuran en él<sup>81</sup>. En cualquier caso, todo parece apuntar que asistimos a la consolidación de esa nueva normalidad a la que tantas veces se ha hecho referencia a lo largo de estas páginas: el tamaño del balance del BCE será apreciablemente mayor de lo que era antes de empezar la Gran Recesión, y las medidas de compra y ventas de activos serán un instrumento que se habrá incorporado de forma permanente en la caja de herramientas de la política monetaria<sup>82</sup>.

### *El QE en España*

Burriel et al. (2017) han examinado el efecto de la política monetaria no convencional sobre la zona euro y específicamente sobre la economía española. Se trata de una aportación singularmente interesante, de la que cabe destacar dos conclusiones. En primer lugar, las medidas de expansión cuantitativa (considerando los distintos programas adoptados hasta finales de 2016) han

---

79 Ng-Wessel (2017: 4); vid., también, Fleming-Leatherby (2017: 3).

80 De acuerdo con Yellen (2017: 5), “los balances alcanzarán un nivel apreciablemente por debajo de los niveles recientes, pero mayor que antes de la crisis financiera”.

81 Todo este proceso se trata en detalle en el Capítulo 5.

82 Sobre este punto, vid., en particular, Claeys-Demertzis (2017).

tenido un impacto significativo en la reducción de los tipos de interés a largo plazo, que estos autores cifran en 1,5% a cinco años y 1,6% a lo largo de diez años, aproximadamente medio punto más que en los otros grandes países de la zona euro<sup>83</sup>. En segundo lugar, los autores calculan el impacto de las medidas de QE adoptadas por el BCE en la reducción del déficit público, estimando tanto el efecto directo (el menor tipo de interés con el que debe retribuirse la deuda pública emitida), como el efecto indirecto, por el efecto de estas medidas sobre las grandes magnitudes macroeconómicas (en forma de un mayor crecimiento del PIB y una menor tasa de paro), al que se ha hecho referencia en un punto anterior. La conclusión es que en conjunto han permitido una reducción del orden del 1,9% del déficit público, atribuible en partes iguales a los efectos directo e indirecto.

Así, pues, para concluir este apartado, habría que destacar dos ideas fundamentales. La primera es que las medidas de QE han tenido, según todas las estimaciones, un impacto positivo, claramente contrastado por lo que se refiere a las variables financieras, en especial, los tipos de interés; y de forma menos concluyente, pero significativa, sobre las variables macroeconómicas: crecimiento del PIB, desempleo e inflación. Según Haldane et al. (2016), este impacto presenta tres características: a) solo se produce cuando el QE es utilizado como un instrumento de política monetaria; b) varía claramente según el estado de la economía y la liquidez del sistema bancario y produce fuertes efectos de desbordamiento (*spill-overs*) entre países, y c) la política de expansión cuantitativa y la utilización del balance del banco central van a constituir, a partir de la Gran Recesión, instrumentos permanentes a disposición de la política monetaria, en un contexto caracterizado por unos tipos de interés nominales que difícilmente ofrecerán el margen de maniobra necesario para aplicar políticas monetarias expansivas, cuando la economía entre en una fase recesiva.

---

83 Burriel et al. (2017: 2).

## Los nuevos instrumentos de la política monetaria (B): las medidas de Forward Guidance (FG)

### *Los diferentes tipos de medidas de comunicación*

La Gran Recesión ha puesto de manifiesto hasta qué punto la comunicación puede ser un instrumento poderoso de política monetaria. Desde luego, ello vale muy especialmente para las denominadas medidas de *Forward Guidance*, es decir, para la política de comunicación basada en dar a conocer, con gran antelación, las actuaciones de política monetaria que está previsto adoptar en el futuro, con el fin de incidir de forma eficaz en las expectativas de los agentes económicos. Y, de hecho, este apartado se va a centrar de manera particular en este tipo de medidas. Pero las acciones de comunicación extienden su radio de acción más allá de ellas. Una clasificación mínimamente completa, debería añadir a las medidas propiamente de *Forward Guidance*, como mínimo, dos tipos de instrumentos de comunicación adicionales de una naturaleza distinta.

En primer lugar, las declaraciones o manifestaciones de distinto tipo (conferencias, entrevistas, artículos, etc.) con un impacto inmediato sobre el curso de los acontecimientos en los mercados monetarios y financieros. Se citan a menudo dos casos muy paradigmáticos de estas características, que son casos extremos en un sentido opuesto<sup>84</sup>. El primero son las declaraciones de Draghi del 26 de julio de 2012, cuando afirmó, literalmente, “dentro de nuestro mandato, el BCE está preparado para hacer lo que haga falta para preservar el euro. Y, créanme, será suficiente”. Probablemente, se trata de las veintitrés palabras<sup>85</sup> más decisivas y famosas pronunciadas en los últimos años y, como es perfectamente conocido, tuvieron un efecto fulminante sobre la estabilidad de los mercados financieros y la prima de riesgo que estaban teniendo que soportar las deudas soberanas (y todo tipo de títulos, por supuesto) emitidas por los países más vulnerables de la zona euro (vid. Gráficos 6.9(A y B)).

---

84 Blinder et al. (2017: 24-25) destacan también estos dos ejemplos.

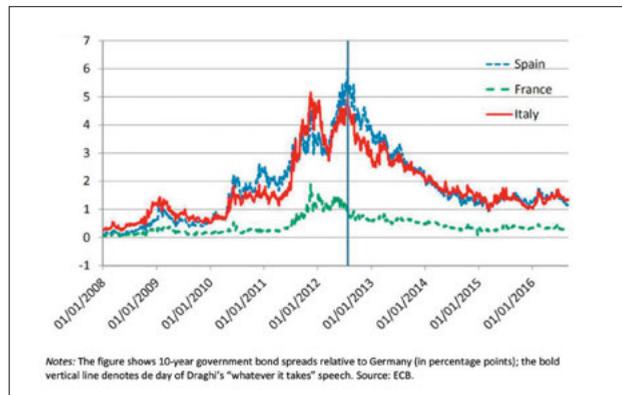
85 La cita literal en inglés es “within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”, Draghi (2012).

**Gráfico 6.9(A) - Primas de riesgo de la deuda soberana Española e italiana a 10 años (p.b.)**



Reproducido de Caixabank (2018: 9).

**Gráfico 6.9(B) - Prima de riesgo de la deuda pública**



Reproducido de Blinder *et al.* (2017: 25), Figure 5.

El otro ejemplo son las declaraciones de Bernanke de la primavera de 2013, anunciando el final de la política de compra de activos por parte de la FED, que dieron lugar al denominado *taper tantrum*, el pánico en los merca-

dos, del que ya se ha hablado en el apartado anterior. Se trata, como se ha señalado, de dos ejemplos de signo manifiestamente opuesto. Las declaraciones de Draghi tuvieron un efecto positivo, que era, lógicamente el efecto deseado; las de Bernanke condujeron (probablemente, como señalan Blinder et al. (2017: 25), de manera no intencionada y no deseada) a una fuerte reacción en los mercados, de signo desestabilizador.

Un segundo tipo de acciones de comunicación, que tampoco entran propiamente dentro de la categoría de las medidas de *Forward Guidance*, son las manifestaciones de tipo prescriptivo realizadas por los *policy-makers*. A lo largo de la Gran Recesión, los presidentes de la Reserva Federal (lógicamente, nos referimos, sobre todo, a Bernanke y Yellen) y también los del BCE (Trichet y Draghi), así como los miembros de sus comités de gobierno y los jefes de sus servicios de estudios económicos, han hecho numerosos discursos y aportaciones en los que, más que tratar de incidir de forma inmediata en el curso de los acontecimientos, como sucedía en el primer tipo de declaraciones, han tratado de señalar cual debería ser la orientación de la política económica en general, abarcando en muchas ocasiones aspectos que van más allá de la política monetaria estricta. Entra claramente dentro de esta categoría el discurso de Draghi del 22 de agosto de 2014 en Jackson Hole (en la convención anual convocada por la FED), donde sostuvo la necesidad de una política fiscal expansiva, que acompañara a la política monetaria<sup>86</sup>; y también el discurso de Yellen del 14 de octubre de 2016 en Boston, donde sostenía que una política fiscal expansiva podía tener efectos estructurales, y no sólo cíclicos, sobre el crecimiento del PIB, cuando un fuerte impacto recesivo había desplazado hacia abajo de forma significativa su senda de crecimiento tendencial<sup>87</sup>.

El hecho es que, a lo largo de la Gran Recesión, las autoridades monetarias se han convertido en grandes prescriptores de las líneas básicas de la política económica en general y no solo de la política monetaria. El giro hacia

---

86 Draghi ha abundado numerosas veces en esta idea. Por ejemplo, volvió a hacerlo, ya en los últimos meses de su mandato en la conferencia anual de Sintra; vid. Draghi (2019).

87 Vid. Yellen (2016B).

las políticas de consolidación fiscal y austeridad adoptado en la zona euro en 2010 estuvo claramente bendecido, cuando no directamente inspirado, por el BCE (en aquel momento presidido por Jean-Claude Trichet)<sup>88</sup>. Y, en sentido opuesto, Draghi influyó de manera muy destacada en la adopción de políticas más expansivas desde 2013 y, especialmente desde 2014, actuando directamente en este sentido en el campo de la política monetaria, pese a las fuertes resistencias de algunos de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE (y, especialmente, de Alemania) y demandando insistentemente la adopción de políticas fiscales del mismo signo.

Así, pues, al definir las actuaciones de comunicación de la autoridad monetaria, éstas no pueden reducirse, como a veces se hace, a las de FG. Los dos tipos de medidas a que nos acabamos de referir tienen asimismo una gran importancia, como ha quedado patente a lo largo de estos últimos años. Sin embargo, parece indudable que las actuaciones de comunicación por excelencia, cuyo papel como instrumento de política monetaria ha quedado consolidado y con las que resultará imprescindible contar a partir de la Gran Recesión, son las medidas de *Forward Guidance*.

### *Las medidas de Forward Guidance*

Las razones que explican la relevancia que han adquirido esas actuaciones durante la crisis son fundamentalmente dos. La primera no está vinculada estrictamente a la recesión, y es la importancia de las expectativas en la política monetaria: la eficacia de la política monetaria para alcanzar sus objetivos (el primero de los cuales, hay que subrayarlo, es la estabilidad de precios) depende, en buena medida, de las expectativas que puedan formarse los agentes económicos (Capítulo 2)<sup>89</sup>. Al anunciar con mucha antelación las medidas de

---

88 Trichet (2010) acogió con entusiasmo y contribuyó a divulgar las teorías de la austeridad expansiva, que tan estrepitosamente fracasaron, durante la Gran Recesión.

89 Blinder et al. (2017: 28) señalan que “la política monetaria actúa no solo mediante la determinación de un conjunto de medidas inmediatas (‘current setting of policy instruments’), sino también a través de las expectativas sobre el curso futuro de la política, lo que afecta, entre otras cosas, a la curva de rendimientos”.

política monetaria, las actuaciones de FG tratan de anclar, precisamente, estas expectativas en un sentido concreto, afirmando la solidez del compromiso del banco central con unos determinados objetivos.

La segunda razón sí que aparece directamente vinculada a las circunstancias concretas de la Gran Recesión y es que la necesidad de recurrir a las medidas de *Forward Guidance* crece exponencialmente en el momento en que el instrumento tradicional de la política monetaria, los tipos de interés nominales a corto plazo resultan inoperantes al hallarse en la zona del valor cero (ZLB). Es decir, el recurso habitual a modificar los tipos de interés deja de ser un instrumento disponible para incidir en el curso de los acontecimientos presente y en la formación de unas determinadas expectativas y hay que recurrir a instrumentos alternativos. Uno de ellos, al que hemos dedicado el apartado anterior es la política de compra masiva de activos (el QE). Otro es precisamente la política de FG<sup>90</sup>. Como señalan Coenen et al. (2017: 4), cuando la política de tipos de interés se halla prácticamente inutilizada por el ‘Effective Lower Bound’ (ELB), “la comunicación en forma de *Forward Guidance* (FG) sobre la política de tipos se convierte, en si mismo, en un instrumento de política monetaria”. La importancia del FG como instrumento de política monetaria adquiere, pues, todavía más valor en momentos poco convencionales<sup>91</sup>.

### *Las medidas de FG según su grado de compromiso*

Una cuestión que ha merecido un amplio interés es cuál debe ser el grado de compromiso de los bancos centrales con las medidas anunciadas, dentro del marco de la FG. Se considera que existen dos planteamientos básicos: ‘odiseico’ (*Odyssean*) y délfico (*Delphian*)<sup>92</sup>. De acuerdo con el primero, debe existir un férreo compromiso con las mismas: una vez comunicada su

90 Diversos autores se refieren al papel indispensable del *Forward Guidance*, precisamente cuando los tipos de interés alcanzan la zona del ELB. Vid., en especial, Del Negro et al. (2015), Blinder et al. (2017), Haberis et al. (2017), Coenen et al. (2017).

91 “Potenciar la predictibilidad de las (re-)acciones es esencial en tiempos no convencionales”, Coenen et al. (2017: 6).

92 Vid. Del Negro et al. (2015: 20), Blinder et al. (2017: 28) y Coenen et al. (2017: 18 y ss.).

línea de actuación, la autoridad monetaria debe atenerse firmemente a la aplicación de las medidas anunciadas. Según el segundo, en cambio, las medidas de FG anunciadas por el banco central no son más que una previsión sobre el comportamiento futuro del banco central. Suponen, en el mejor de los casos, un compromiso condicionado.

Esta cuestión puede ser examinada con más elementos de análisis, considerando que las medidas de *Forward Guidance* pueden ser clasificadas, de acuerdo con Filardo y Hofmann (2014) en tres grandes categorías<sup>93</sup>:

i) *Forward Guidance* cualitativo<sup>94</sup>. Señala cuál va a ser la línea de conducta futura de la política monetaria, pero no establece compromisos concretos, ni ofrece indicaciones claras de cuándo o bajo qué circunstancias el banco central podría modificarla. Un ejemplo frecuentemente citado de este tipo de FG son las declaraciones del BCE del tipo “el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés claves del BCE se mantendrán en los niveles actuales o inferiores por un largo período de tiempo”.

ii) *Forward Guidance* con compromisos temporales<sup>95</sup>. En este caso, la autoridad monetaria establece un calendario de aplicación de las medidas, es decir, precisa por cuánto tiempo se mantendrán los tipos de interés en un determinado nivel o, en el caso del QE, el importe y duración de las compras de activos. A su vez, estos compromisos pueden ser incondicionales, o bien el cumplimiento del calendario puede quedar muy atenuado y condicionado a una serie de factores<sup>96</sup>.

---

93 Vid. Blinder et al (2017: 28-29) y Coenen et al. (2017: 20-22).

94 También denominado ‘open-ended’.

95 También ‘calendar-based’ o ‘time-dependent’.

96 Coenen et al. (2017: 20) ponen como ejemplo las declaraciones del FOMC entre agosto y diciembre de 2011, del tenor “en el momento actual, el Comité (...) anticipa que es probable que las condiciones económicas (...) garanticen niveles excepcionalmente bajos de los tipos de interés de los fondos federales al menos hasta mediados de 2013”. Los autores destacan las múltiples cautelas y condicionamientos (“en el momento actual”, “es probable que las condiciones económicas”) bajo las que el FOMC adquiere el compromiso.

iii) *Forward Guidance* condicionado a los datos<sup>97</sup>. Se establecen unos determinados compromisos de política monetaria, pero condicionados a la evolución de algunas variables macroeconómicas claves (PIB, inflación, desempleo). Aquí el compromiso es menos rígido que en el caso anterior, puesto que la senda de comportamiento anunciada puede variar si así lo hace el estado de la economía. Un ejemplo de actuación de FG basada en los datos es la declaración de la FED (en concreto, del FOMC) de diciembre de 2012, comunicando que su política de bajos tipos de interés se mantendría inalterada mientras “la tasa de desempleo se mantenga por encima del 6,5%, la proyección de inflación a entre uno y dos años no supere en más de medio punto al objetivo del 2% establecido por el Comité y las expectativas de inflación a largo plazo continúen estando bien ancladas”<sup>98</sup>.

En principio, parecería que cuanto más firme fuera el compromiso adoptado por los bancos centrales mediante las políticas de FG, tanto en términos de calendario como por los objetivos cifrados cuantitativamente, más eficaces deberían ser estas medidas y más positivos los resultados alcanzados. Sin embargo, una excesiva precisión en el calendario puede conducir a una situación relativamente compleja si las condiciones macroeconómicas cambian de una manera imprevista, tanto si es en un sentido más favorable del previsto al anunciar una determinada senda de política monetaria, como si lo hacen en un sentido adverso. Porque en ambas circunstancias, el banco central deberá optar entre mantener su compromiso aplicando una política monetaria inapropiada (demasiado expansiva si la coyuntura ha mejorado más de lo previsto; demasiado expansiva en caso contrario), o bien incumplir lo que había anunciado, con la consiguiente pérdida de credibilidad que ello supondría y los consiguientes efectos negativos sobre las medidas de FG que se vayan a anunciar en el futuro. Es decir, existe un intercambio (*trade-off*) entre el grado de compromiso (que comporta un cierto grado de rigidez) y la credibilidad<sup>99</sup>.

---

97 También 'state-dependent'.

98 Vid. Blinder et al. (2017: 29) y Coenen et al. (2017: 22).

99 Vid. Blinder et al. (2017: 30-31).

Un distinto tipo de *trade-off* se puede también producir en la FG condicionada a los datos. En este caso, existe una cierta contradicción entre simplicidad y precisión. Como señalan Blinder et al. (2017: 31) “si el banco central proporciona un estado de las contingencias (*state contingency*) [qué debería tener lugar para mantener o alterar el curso de la política monetaria anunciada] relativamente simple, que es fácil de comunicar, al final el mensaje puede resultar *demasiado simple* y obligar al banco a ‘renegar’ del mismo. Por otro lado, si en el momento de emitir su información el banco central ofrece una lista detallada de multitud de los indicadores y circunstancias que deberían ser considerados [para mantener o alterar el curso de la política monetaria anunciada], puede resultar imposible formular una comunicación inteligible y precisa. Los dos tipos de errores pueden dañar la credibilidad del banco central”<sup>100</sup>. Un caso frecuentemente citado de estas características es el anuncio de la FED de que no aumentaría los tipos de interés mientras la tasa de desempleo se mantuviera por debajo del 6,5%: cuando ello ocurrió, fue por una razón negativa, la inesperada caída de la tasa de población activa, de manera que la FED tuvo que incumplir su compromiso<sup>101</sup>.

Distintos estudios muestran la eficacia de las medidas de FG, sobre todo al incidir a la baja en las expectativas sobre los tipos de interés (que es su objetivo primordial) e, indirectamente, sobre las expectativas de inflación y de crecimiento del PIB, aunque, como señalan Blinder et al. (2017: 30), los distintos estudios empíricos sobre la cuestión están sometidos a sustanciales problemas de identificación<sup>102</sup>, es decir, a la dificultad de determinar de manera rigurosa cuáles son las variables independientes que inciden en las variables financieras o macroeconómicas y con qué importancia y grado de significación lo hacen, problema que no resuelven los estudios de acontecimientos (*event studies*), porque los anuncios de FG suelen ir acompañados de la adopción de otras medidas no convencionales de política monetaria.

---

100 Vid., también, sobre esta cuestión, Coenen et al. (2017: 21).

101 Blinder et al. (2017: 31) y Coenen et al. (2017: 21).

102 Vid., especialmente, Blinder et al. (2017: 29-30); también Del Negro et al. (2015), Di Bartolomeo et al. (2016) y Coibion et al. (2018).

### *Eficacia de las medidas de Forward Guidance*

A partir de esta constatación relativamente amplia y generalmente compartida, los resultados de los distintos estudios son ya más matizados y menos coincidentes, en relación con los factores concretos que inciden en la eficacia del FG. Algunos autores sostienen que cuanto más concretos y detallados son los compromisos, mayor es esa eficacia<sup>103</sup>. Otros, en cambio, llegan a la conclusión de que es similar la eficacia de las FG cualitativas y cuantitativas<sup>104</sup>. Algunos autores consideran que hay que considerar factores adicionales para examinar la eficacia de las medidas de FG<sup>105</sup>.

En cualquier caso, y a modo de conclusión, hay un amplio consenso, tanto entre las autoridades monetarias, como entre los expertos académicos, respecto a la eficacia de las medidas de *Forward Guidance* como un elemento relevante de la política monetaria, que deberá permanecer en el futuro. Existe, sin embargo, una clara diferencia entre los dos grupos. Mientras que entre los primeros existe una marcada preferencia por las medidas de tipo cualitativo, sin compromisos concretos, ni temporales, ni basados en datos, en cambio los expertos se decantan claramente por las medidas de FG condicionadas al estado de la economía<sup>106</sup>. En el mundo académico parece prevalecer una manifiesta preferencia por una FG que evite la rigidez, pero contenga una fuerte condicionalidad.

---

103 Nakata (2015) y Coenen et al. (2017).

104 Detmers et al. (2018).

105 Del Negro et al. (2015) consideran, por ejemplo, que “los anuncios del FOMC con [medidas de] *Forward Guidance* tuvieron efectos heterogéneos, que dependían de los otros contenidos de la declaración. (...) una vez controlados estos otros elementos, [las medidas] de *Forward Guidance* tuvieron, en la media, efectos positivos y significativos en las expectativas de *output* e inflación”. Por su parte, McKay et al. (2016) presentan un modelo en el cual el poder de las medidas de FG es altamente sensible a la asunción de la hipótesis de mercados completos.

106 Blinder et al. (2017: 32).

## **El objetivo de la estabilidad financiera y la política macro-prudencial**

### *Importancia de la estabilidad financiera*

Si bien, como se ha visto, es poco probable que se produzcan modificaciones significativas respecto al objetivo de inflación, en cambio, uno de los grandes legados que va a dejar la Gran Recesión es la incorporación del objetivo de estabilidad financiera al cuadro de mando que define la actuación de las autoridades monetarias y la aceptación de que el instrumento apropiado para alcanzar este objetivo es la política macro-prudencial más que la política monetaria.

Por una parte, existe la convicción generalizada de que el elevado grado de apalancamiento a corto plazo del sector financiero y el fuerte endeudamiento de las economías domésticas contribuyeron poderosamente a agravar las consecuencias de la crisis, sin que existiera una autoridad con el poder necesario y la misión específica de llevar a cabo una supervisión macro-prudencial<sup>107</sup>. Por otra parte, como señalan Blinder et al. (2017), la experiencia ha demostrado que la estabilidad de precios no garantiza, por sí misma, la estabilidad financiera, porque, bajo la superficie de una gran moderación, se podrían estar gestando profundos desequilibrios, que acabarían desembocando, como ha sucedido en el caso de la Gran Recesión, en una seria convulsión financiera<sup>108</sup>. Es más, podría ocurrir que “la política monetaria desempeñara un papel importante en la creación de las crisis, al mantener unos tipos de interés demasiado reducidos durante demasiado tiempo, que alimentarían un *boom* en los precios de los activos y espolearían a los intermediarios financieros a incrementar el apalancamiento y a tomar riesgos excesivos”<sup>109</sup>. Muy a menudo ese *boom* de los precios de los activos alimenta una burbuja, cuya explosión es precisamente la causante de la crisis financiera.

---

107 Vid. Aikman et al. (2018).

108 “Peligrosos desequilibrios financieros se podrían estar desarrollando bajo la superficie tranquila de la estabilidad de precios”, Blinder et al. (2017: 12).

109 Blinder et al. (2017: 12).

Está claro que las crisis financieras impactan de lleno en el campo de preocupaciones que definen la función de los bancos centrales, al poner en riesgo la estabilidad de las instituciones financieras, alterar seriamente los mecanismos de transmisión de la política monetaria y al afectar también, indirectamente, al objetivo genuino de la estabilidad de precios, por sus consecuencias sobre las magnitudes clave de la economía. Las crisis financieras revisten una mayor gravedad cuando están provocadas por un auge crediticio excesivo, que cuando su origen se halla en una burbuja en el mercado de capitales y, singularmente, en una *boom* en el precio de las acciones: “las burbujas originadas por el crédito [*credit-driven*] y centradas en los bancos pueden ser altamente peligrosas. Cuando los créditos se convierten en incobrables, los balances de las instituciones financieras se deterioran y los prestamistas cortan la oferta de crédito, deprimiendo, de este modo, el gasto de las familias y las empresas. En contraste, las burbujas de acciones –determinadas por expectativas excesivamente optimistas, pero no por el apalancamiento– suponen mucho menos riesgo para el sistema financiero”<sup>110</sup>.

### *Estabilidad financiera y política monetaria*

Es, pues, perfectamente explicable que exista un amplio consenso sobre la importancia del objetivo de la estabilidad financiera. Ello no significa, sin embargo, que el instrumento idóneo para alcanzar este objetivo sea la política monetaria, que utiliza, recordémoslo, el tipo de interés a corto plazo para incidir sobre la actividad económica. En primer lugar, porque no está nada claro que los desequilibrios financieros puedan ser detectados con la antelación adecuada para poder emplear la política monetaria de manera preventiva<sup>111</sup>.

110 Blinder et al. (2017: 12), que se remiten, en este punto, a Blinder (2008) y Mishkin (2008). Sin embargo, Kiley (2018B) parece poner en cuestión la idea largamente asumida de que el crecimiento del crédito es el mejor predictor de las crisis financieras. Un trabajo realizado empleando datos de 17 países entre 1870 y 2012 demuestra que las dos variables que permiten pronosticar mejor las crisis financieras, mucho mejor que el crecimiento del crédito, son el déficit por cuenta corriente y la burbuja en el precio de las acciones y de la propiedad inmueble.

111 Blinder et al. (2017: 12-13) recuerdan que “aunque el crecimiento del crédito, el crecimiento

En segundo lugar, porque existen serias dudas de que los tipos de interés sean el instrumento apropiado para prevenir o corregir las crisis financieras. Una de las razones es que el volumen de deuda tiene una considerable inercia, de manera que endurecer los tipos de interés para rebajar el crecimiento del crédito, afectaría solo a una pequeña parte del mismo (en el caso de las hipotecas, a una fracción muy reducida). Además, lo importante es el ratio deuda/PIB, y aunque el numerador se desacelerara, habría que examinar el impacto sobre el PIB de una política monetaria contractiva<sup>112</sup>.

Finalmente, y en tercer lugar, existe la opinión relativamente extendida, de que llevar a cabo una política monetaria anticíclica anticipadamente, es decir subir significativamente los tipos de interés para tratar de frenar una burbuja crediticia ('leaning against the wind'), podría empeorar las consecuencias de la crisis, en vez de evitarlas<sup>113</sup>. Y ello, sin tener en cuenta la posibilidad de un error de diagnóstico, de forma que se estuviera tratando de evitar una crisis que nunca se hubiera llegado a producir.

En definitiva, existe un amplio consenso respecto a esta cuestión: la política monetaria no es el instrumento adecuado para hacer frente al objetivo de la estabilidad financiera y tratar de utilizar este instrumento para alcanzar dos objetivos (el propio de la política monetaria, la inflación o la estabilidad macroeconómica en general, más la estabilidad financiera), no es eficaz para ninguno de los dos. Por el contrario, el instrumento adecuado es la política macro-prudencial.

---

negativo del PIB y los altos tipos de interés son, todos ellos, importantes indicadores avanzados de crisis bancarias, ninguno tiene un impacto significativo en más del 60% de ellas".

112 Blinder et al. (2107: 13).

113 Como señalan Blinder et al. (2017: 13), "debilitaría la economía *antes* de la crisis". También Skingsley (2016: 3) subraya los efectos contraproducentes de una política de 'leaning against the wind'. Recuerda el caso de Suecia donde "si el Riksbank se hubiera preocupado menos por la deuda de las familias, hubiera bajado más rápidamente los tipos de interés en respuesta a la crisis".

### *La política macro-prudencial*

Lautenschläger (2018: 2) subraya que “un concepto central de la política macro prudencial es el ciclo financiero, esta sucesión regular de alzas y bajas (*booms y busts*)”. Cada vez que el ciclo cambia de signo, esto tiene consecuencias para el sistema financiero, tanto más, cuanto más riesgo conlleven sus operaciones de crédito y más apalancada esté su financiación”<sup>114</sup>. Por ello, los dos objetivos que definen la política macro prudencial son: primero, hacer más resiliente, en su conjunto, el sistema financiero; segundo, atenuar las oscilaciones del ciclo financiero tanto como sea posible<sup>115</sup>.

Como señala Yellen (2014: 7), las medidas macro prudenciales, “tales como el establecimiento de límites regulatorios al apalancamiento y a la financiación a corto plazo, así como estándares más severos para la evaluación del riesgo, representan de lejos métodos más directos y probablemente más efectivos que la política monetaria, para hacer frente a estas vulnerabilidades” provocadas por las crisis financieras en el sistema financiero. La política macro prudencial, mediante el establecimiento de regulaciones específicas sobre los ratios que deben cumplir las entidades financieras en materia de riesgo, capital y liquidez, constituye un instrumento más afinado y preciso que la política monetaria para tratar de prevenir las crisis financieras<sup>116</sup>.

---

114 “Y cada vez que el ciclo cambia, cada vez que el *boom* da paso al *bust*, todo el mundo se apresura a salir. Los participantes en el mercado venden los activos afectados, y los precios caen; los inversores incurren en pérdidas, como les sucede a los bancos que financiaron sus inversiones. Este *shock* puede incluso golpear a bancos que fueron suficientemente prudentes para no participar en el *boom*. El sistema financiero está tan interconectado que incluso ellos no pueden escapar al contagio. Y lo mismo que le sucede al sistema financiero le sucede a la economía. El crédito se seca, la economía cae y todo el mundo sufre. La historia es muy simple, desde luego”, Lautenschläger (2018: 2).

115 Vid., por ejemplo, Lautenschläger (2018: 2-3). En una línea parecida, Buch (2016: 2) señala que “la política macro prudencial pretende reforzar la resiliencia del sistema financiero y reducir los riesgos sistémicos”.

116 También Bruegel (2016) se refiere a esta idea, cuando subraya que el objetivo de la política macro prudencial, además de aumentar la fortaleza del sistema financiero, es “atenuar el ciclo financiero con instrumentos más precisos (*targeted*) que la política monetaria”.

El propósito fundamental de la política macro prudencial es, pues, incidir en el balance de la entidades financieras en algunos conceptos clave, como son, en primer lugar, mejorar los mecanismos de evaluación del riesgo en las operaciones de activo (para reducir al máximo las posibilidades de insolvencia); en segundo lugar, fortalecer los recursos propios (precisamente, para poder absorber las insolvencias en el caso de que, a pesar de las precauciones adoptadas, estas se produzcan), y, en tercer lugar, asegurar la liquidez necesaria de las entidades, para hacer frente a interrupciones súbitas de financiación en los mercados. En definitiva, como subraya Buch (2016: 5), se trata de “reducir la probabilidad de incurrir en pérdidas y aumentar la capacidad de absorción de las mismas”.

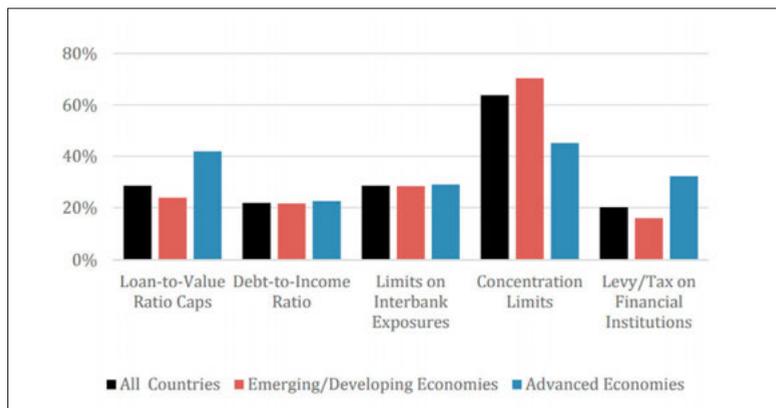
En esta línea, la mayor parte de los bancos centrales han adoptado diversas regulaciones de tipo macro prudencial, que, de acuerdo con Blinder et al. (2017: 14), se concretan, básicamente, en cinco tipos de medidas (Gráfico 6.10): a) límites al porcentaje del crédito en relación al valor del activo; b) establecimiento de ratios deuda/renta; c) límites a la exposición interbancaria; d) límites a la concentración de riesgos; y e) tasa sobre las instituciones financieras. En algunos países se han adoptado también medidas específicas centradas en el crédito concedido al sector inmobiliario, teniendo en cuenta su protagonismo en la formación de burbujas crediticias<sup>117</sup>.

Existe, pues, una clara coincidencia respecto a dos cuestiones: la importancia del objetivo de la estabilidad financiera y la idoneidad de la política macro prudencial, más que la política monetaria, como instrumento apropiado para alcanzar este propósito. Existe menos coincidencia, en cambio, respecto a la naturaleza de la institución que debería responsabilizarse de esta función. En las economías avanzadas, las fórmulas empleadas son muy distintas según los países: en algunos, los bancos centrales son los responsables únicos de las políticas macro prudenciales, mientras que en otros su papel es prácticamente irrelevante, y los responsables son los gobiernos o bien existen autoridades específicas en materia de estabilidad financiera<sup>118</sup>.

---

117 Buch (2016: 5) se refiere, en concreto, a las recomendaciones formuladas en este sentido por el Consejo de Estabilidad Financiera en Alemania.

118 Blinder et al. (2017: 13).

**Gráfico 6.10 - Instrumentos macroprudenciales utilizados de forma más activa**

Source: Cerutti *et al.* (2015)

Reproducido de Blinder *et al.* (2017).

### *El objetivo de estabilidad financiera en la Eurozona*

La cuestión reviste connotaciones específicas en el caso de la zona euro, donde se da una doble característica. Por una parte, los problemas de estabilidad financiera tienen un fuerte componente nacional, es decir, los ciclos son distintos entre países y las dinámicas crediticias también, de modo que ello aconseja, sin duda, llevar a cabo políticas macro prudenciales adaptadas a la realidad de cada país. Pero, por otra parte, la supervisión de las entidades sistémicas, que tienen una incidencia determinante en el ciclo financiero, es responsabilidad del BCE. De manera, que este dicta a menudo disposiciones que se podría considerar que se sitúan claramente en el ámbito de la política macro prudencial<sup>119</sup>.

<sup>119</sup> Mersch (2019) se refiere a la problemática específica de la Eurozona. Por una parte, señala que habría que clarificar la distribución de responsabilidades entre el nivel central y el nivel nacional; por otra parte, considera que el BCE es la institución apropiada para llevar a cabo la política macro-prudencial.

A modo de conclusión, y centrándonos en el ámbito territorial de la zona euro y el campo de responsabilidades del BCE, cabría subrayar dos puntos fundamentales. En primer lugar, el objetivo de estabilidad financiera ha entrado de lleno dentro del campo de objetivos a perseguir dentro del concepto más amplio de la política monetaria y el instrumento apropiado para alcanzarlo no es la política monetaria, sino la política macro prudencial. En segundo lugar, existen dudas sobre cuáles deben ser las instituciones responsables de llevar a cabo esta política, lo cual puede provocar una situación de un cierto vacío institucional. Este riesgo es mayor en la zona euro que en las zonas monetarias claramente integradas políticamente. Es por esta razón que un reto fundamental al que habrá que hacer frente es el de encontrar el equilibrio adecuado entre la necesaria dimensión nacional de las políticas macro prudenciales (que, para ser eficaces, deben poder adaptarse a las especificidades nacionales de los ciclos financieros), con una clara delimitación de responsabilidades y una estrecha coordinación a escala de la zona euro.

## **Bibliografía**

- Aikman, David; Bridges, Jonathan; Kashyap, Anil and Siegart, Caspar (2018), “Would macroprudential regulation have prevented financial crisis?”, *Staff Working Paper* No. 747, Bank of England, August 2018.
- Allen, Kate and Fray, Keith (2017), “Central banks hold a fifth of their government’s debt”, *Financial Times*, August 15, 2017.
- Aksoy, Yunus; Basso, Henrique; Grasi, Tobias and Smith, Ron (2015); “Demographic structure and the macroeconomy”, *Vox CEPR*, 08 April 2015.
- Amaral, Pedro (2017), “Monetary Policy and Inequality”, *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, January 10, 2017.
- Ampudia, Miguel; Georgarakos, Dimitris; Slakalek, Jiri; Tristani, Oreste; Vermeulen, Philip and Violante, Giovanni, L. (2018), “Monetary policy and household inequality”, *Working Paper Series* No 2170, European Central Bank, July 2018.

- Andrade, Philippe; Breckenfelder, Johannes; De Fiore, Fiorella ; Karadi, Peter and Tristani, Oreste (2016), “The ECB asset purchase programme : an early assessment”, *Working Paper Series* No 1956, European Central Bank, September 2016.
- Bernanke, Ben (2014), “Central banking after the Great Recession: lessons learned and challenges ahead”, Brookings Institution, January 17, 2014.
- Bernanke, Ben (2015), “Why are interest rates so low?”, Brookings, March 30, 2015.
- Bernanke, Ben (2017A), “Monetary Policy in a New Era”, Peterson Institute-Brookings, October 2017.
- Bernanke, Ben (2017B), “Temporary price-level targeting: An alternative framework for monetary policy”, Brookings, October 12, 2017.
- Bernanke, Ben (2017C), “How big a problema is the zero lower bound on interest rates?”, Brookings, April 12, 2017.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia and P. Mauro (2010), “Rethinking macroeconomic policy”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 42 (Supplement), 199–215.
- Blinder, Alan S. (2008), “Two bubbles, two paths”, *The New York Times*, June 15, 2008.
- Blinder, Alan; Ehrmann, Michael; de Haan, Jakob and Janse, David-Jan (2017), “Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis”, *Working Paper Series* No 2047, European Central Bank, April 2017.
- Blitz, Roger (2017), “The retreat from QE: a central bank scoreboard”, *Financial Times*, July 5, 2017.
- BoE (2012) Bank of England, “The distributional effects of asset purchases”, *Quarterly Bulletin*, 2012 Q3, 254-266.
- Borio, Claudio; Disyatat, Piti; Juselius, Mikael and Rungcharoenkitkul, Phurichai (2017), “Why so low for so long? A long-term view of real interest rates”, *BIS Working Papers* No 685, December 2017.

- Brainard, Lael (2016), “The “New Normal” and What It Means for Monetary Policy”, the Chicago Council on Global Affairs, September 12, 2016.
- Brainard, Lael (2017A), “Monetary policy in a time of uncertainty”, Brookings Institution, January 17, 2017.
- Brainard, Lael (2017B), “Rethinking Monetary Policy in a New Normal”, Peterson Institute for International Economics, Washington, October 12, 2017.
- Bruegel (2016), *Central Banking after the Great Recession*, Bruegel, 18 January 2016.
- Buch, Cecilia (2016), *Central Banking after the Great Recession*, Bruegel, 18 January 2016. Intervención en la sesión “Macroprudential policy and its relationship with monetary policy: the complex European framework”.
- Bullard, James (2017), “The Road to an Inflation Target”, *Annual Report 2017*, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Bunn, Phillip; Pough, Alice and Yeates, Chris (2018), “The distributional impact of monetary policy easing in the UK between 2008 and 2014”, *Staff Working Paper No. 720*, Bank of England, March 2018.
- Burriel, Pablo; Martí, Francisco y Pérez, Javier J. (2017), “El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM”, *Boletín Económico 3/2017*, Banco de España, 14 de septiembre de 2017.
- Caixabank (2018), “Mario Draghi I el seu ‘parole, parole’”, IM01, Gener 2018, 9-10.
- Central Bank News <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>
- Claeys, Gregory and Demertzis, Maria (2017), “How should the European Central Bank ‘normalise’ its monetary policy?”, *Policy contribution*, Issue nº 31, November 2017, Bruegel.
- Coenen, Günter; Ehrmann, Michael; Caballo, Gaetano; Hoffmann, Peter; Nakov, Anton; Nardelli, Stefano; Persson, Eric; Strasser, Georg (2017),

- “Communication of monetary policy in unconventional times”, *Working Paper Series* No 2080, European Central Bank, June 2017.
- Colciago, Andrea; Samarina, Anna and de Haan, Jakob (2018), “Central bank policies and income and wealth inequality: A survey”, *DNB Working Paper*, No. 594, May 2018.
- Cooley, Thomas and Henriksen, Espen (2018), “Demographics and long-run growth”, *Vox CEPR*, 11 June 2018.
- Del Negro, Marco; Giannoni, Marc; Patterson, Christina (2015), “The Forward Guidance Puzzle”, *Staff Report* No. 574, December 2015, Federal Reserve Bank of New York.
- Detmers, Gunda-Alexandra; Karagedikli. Özer and Moessner, Richhild (2018), “Quantitative or qualitative forward guidance: Does it matter?”, *BIS Working Papers* No 742, August 2018.
- Dietsch, Peter; Fontan, Clément and Claveau, François (2016), “Central Banking and Inequality. Taking Off the Blinders”, Council on Economic Policies, 16 June 2016.
- Draghi, Mario (2012), “Verbatim of the remarks made by Mario Draghi”, Global Investment Conference, London, 26 July 2012.
- Draghi, Mario (2014), “Unemployment in the euro area”, Annual Central Bank Symposium, Jackson Hole, 22 August 2014.
- Draghi, Mario (2017), “Accompanying economic recovery”, ECB Forum on Central Banking, Sintra, 27 June 2017.
- Draghi, Mario (2019), “Twenty Years of the ECB monetary policy”, ECB Forum on Central Banking, Sintra, 18 June 2019.
- ECB (2016) European Central Bank, *Annual Report*.
- Elbourne, Adam and Ji, Kan (2019), “Do zero and sign restricted SVARs identify unconventional monetary policy shocks in the euro area?”, *CPB Discussion Paper*, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, February 2019.

- Elbourne, Adam; Ji, Kan and Smid, Bert (2019), “Important time series evidence about the efficacy of ECB’s balance sheet policies is flawed”, *Vox CEPR*, 13 March 2019.
- Favero, Carlo A. and Galasso, Vincenzo (2015), “Demographics and the secular stagnation hypothesis in Europe”, *Discussion Paper Series* No. 10887, CEPR, October 2015.
- Ferrero, Giuseppe; Gross, Marco and Neri, Stefano (2017), “On secular stagnation and low interest rates: demography matters”, *Working Paper Series* No 2088, European Central Bank, July 2017.
- Filardo, A. and B. Hofmann (2014), “Forward guidance at the zero lower bound”, *BIS Quarterly Review*, March, 37-53.
- Fleming, Sam and Leatherby, Lauren (2017), “Fed set to press the button to unwind quantitative easing”, *Financial Times*, September 20, 2017.
- Fontan, Clément and Jourdan, Stanislas (2017), “How the ECB Boosts Inequality and What It Can Do About It?”, *Social Europe*, 10 May 2017.
- Gagnon, Joseph E. (2016), “Quantitative Easing: An Underappreciated Success”, *Policy Brief*, Number PB16-4, Peterson Institute for International Economics, April 2016.
- George, Esther L. (2018), “Threading the Needle”, Federal Reserve Bank of St. Louis, July 17, 2018.
- Gottfries, Axel and Teulings, Coen (2015), “Can demography explain secular stagnation?”, *Vox CEPR*, 30 January 2015.
- Greenlaw, David; Hamilton, James D.; Harris, Ethan and West, Kenneth, D. (2018), “A Skeptical View of the Impact of the FED’s Balance Sheet”, *Working Paper* 24687, National Bureau of Economic Research, June 2018.
- Haberis, Alex; Harrison, Richard and Waldron, Matt (2017), “Uncertain forward guidance”, *Staff Working Paper* No. 654, Bank of England, March 2017.

- Haldane, Andrew G.; Roberts-Sklar, Matt; Wieladek, Tomasz and Young, Chris (2016), “QE: the story so far”, *Staff Working Paper* No. 624, Bank of England, October 2016.
- Hebden, James and López-Salido, David (2018), “From Taylor’s Rule to Bernanke’s Temporary Price Level Targeting”, *Finance and Economics Discussion Series*, 2018-051, Federal Reserve Board, July 12, 2018.
- Kiley, Michael T. (2018A), “Quantitative Easing and the “New Normal” in Monetary Policy”, *Finance and Economics Discussion Series*, 2018-001, Federal Reserve Board, January 2, 2018.
- Kiley, Michael T. (2018A), “What Macroeconomic conditions Lead Financial Crisis?”, *Finance and Economics Discussion Series*, 2018-038, Federal Reserve Board, May 4, 2018.
- Kiley, Michael T. and Roberts, John (2017), “Monetary policy in a low interest rate world”, *Brookings Papers on Economic Activity*, March 23-24, 2017.
- Lautenschläger, Sabine (2018), “A stable financial system-more than the sum of its parts”, Dutch Banking Day, 15 February 2018.
- McKay, Alisdair; Nakamura, Emi and Steinsson, Jón (2016), “The Power of Forward Guidance Revisited”, *American Economic Review*, October 2016, 3133-3158.
- Merler, Silvia (2018), “Demographics and Long Run Growth”, Bruegel, June 18, 2018.
- Mersch, Yves (2014), “Monetary policy and economic inequality”, Corporate Credit Conference, Zurich, 17 October 2014.
- Mersch, Yves (2019), “The changing role of central banking”, Lamfalussy Lectures Conference, Budapest, 4 February 2019.
- Mishkin, F.S. (2008). “How should we respond to asset price bubbles?”, Wharton School, University of Pennsylvania, May 15, 2008.
- Murray, John David (2018), “Why the Bank of Canada sticks with 2% inflation target”, en *Rethinking the Fed’s 2 percent inflation target*, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy, Brookings, 19-22.

- Nakata, Taisuke (2015), “Credibility of Optimal Forward Guidance at the Interest rate Lower Bound”, *FEDS Notes*, August 27, 2015.
- Ng, Michael and Wessel, David (2017), “The Hutchins Center Explains: The Fed’s balance sheet”, Brookings, August 18, 2017.
- Papadia, Francesco and Marcelletti, Alessandra (2017), “Phillips vs. Pass-through or the changing ECB understanding of the inflation”, Bruegel, October 25, 2017.
- Pfajfar, Damjan and Roberts, John M. (2018), “The Role of Expectations in Changed Inflation Dynamics”, *Finance and Economics Discussion Series*, 2018-062, Federal Reserve Board, August 17, 2018.
- Rachel, Lukasz and Summers, Lawrence H. (2019), “On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation”, *Brookings Papers on Economic Activity*, March 7-8, 2019.
- Roubini, Nouriel (2017), “The New Abnormal in Monetary Policy”, *Project Syndicate*, July 10, 2017.
- Skingsley, Cecilia (2016), *Central Banking after the Great Recession*, Bruegel, 18 January 2016. Intervención en la sesión “Macroprudential policy and its relationship with monetary policy: the complex European framework”.
- tock, James H. Watson, Mark W. (2019), “Slack and cyclically sensitive inflation”, *Working Paper 25987*, National Bureau of Economic Research, June 2019.
- Summers, Lawrence H. (2013), IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honour of Stanley Fischer, November 8, 2013.
- Summers, Lawrence H. (2014), “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound,” *Business Economics*, vol. 49 (April), 65-73
- Summers, Lawrence H. (2018), “Why the Fed needs a new monetary policy framework”, en *Rethinking the Fed’s 2 percent inflation target*, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy, Brookings, 1-9.

- Swanson, Eric T. (2017), “Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets”, June 2017.
- The Economist (2018), “Can’t hardly wait”, Free Exchange, March 24<sup>th</sup> 2018.
- Weidmann, Jens (2018), “The relationship between monetary and macroprudential policies. Black and white or shades of grey?”, Annual Meeting of the Central Bank Research Association, Frankfurt, August 20, 2018.
- Wessel, David (2017), “Why the Fed is talking so much about its balance-sheet plan”, Brookings, June 6, 2017.
- Wessel, David and Olson, Peter (2015), “The Hutchins Center explains: the Natural rate of Interest”, Brookings, October 19, 2015.
- Wessel, David (2018), “Alternatives to the Fed’s 2 percent inflation target”, en *Rethinking the Fed’s 2 percent inflation target*, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy, Brookings, 10-18.
- Williams, J. (2014). “Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Putting Theory into Practice”. Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy, Brookings.
- Yellen, Janet L. (2014), “Monetary Policy and Financial Stability”, The 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, July 2, 2014.
- Yellen, Janet L. (2016A), “The Federal Reserve ‘s Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future”, Annual Central Bank Symposium, Jackson Hole, August 26, 2016.
- Yellen, Janet L. (2016B), “Macroeconomic Research After the Crisis”, 60th annual economic conference, Federal Reserve Bank of Boston, October 14, 2016.
- Yellen, Janet L. (2017), Statement before the Committee on Financial Services, House of Representatives, July 12, 2017.

## CAPÍTULO 7

### CONSIDERACIONES FINALES Y REFLEXIONES 'POST-SCRIPTUM' A PROPÓSITO DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE ANTE LA PANDEMIA DEL 'CORONAVIRUS'

Excmo. Dr. Antoni Castells Oliveres  
*Académico de Número*

#### **La mutación de la política monetaria del BCE durante la crisis: un breve recordatorio**

El propósito inicial de los autores de este trabajo era dar a este capítulo un enfoque relativamente convencional, tratando de resumir sus principales conclusiones y apuntar algunas tendencias sobre el futuro de la política monetaria en la UEM. Sin embargo, las circunstancias acaecidas después de poner punto final a su redacción aconsejan completar estas reflexiones con algunos comentarios sobre la incidencia de la crisis del 'coronavirus' en la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE).

En este sentido, es preciso recordar que el objetivo de esta obra es, esencialmente, analizar las transformaciones de la política monetaria del BCE durante la gran crisis financiera que empezó en el año 2007, a lo largo del período 2007-2018. La selección de estos años, como inicio y final del período, no es caprichosa. A lo largo de los mismos se completa un ciclo de política monetaria y, de alguna manera, también un ciclo económico, en la medida en que, al final de este período, la economía de la zona euro había superado la recesión y entraba en una nueva etapa que, con todas las precauciones que se quiera, cabría calificar de normalidad.

Por lo que se refiere a la política monetaria, que es el objeto de estudio de este trabajo, a finales de 2018 era razonable considerar que durante el período mencionado (2007-2018) se había completado también un ciclo de política monetaria. Al empezar la gran crisis financiera, el BCE recurrió a los instrumentos convencionales de que disponía, básicamente el tipo de interés y las

facilidades de crédito al sistema bancario. Pero, como se explica en el Capítulo 5, la realidad puso de relieve la insuficiencia de estos instrumentos. La crisis financiera persistía, la fragmentación de los mercados financieros se agravaba, los mecanismos de transmisión de la política monetaria no funcionaban. Todo ello se tradujo en una grave crisis de la deuda pública en algunos países, lo cual llevó a que el riesgo de la fractura de la zona euro se convirtiera en una posibilidad verosímil.

En esta situación crítica, el BCE tuvo que asumir, en 2012, un protagonismo decisivo, que ha quedado simbolizado para muchos en la famosa declaración de Mario Draghi, de 26 de julio de 2012: “dentro de nuestro mandato, el BCE está preparado para hacer lo que haga falta para preservar el euro. Y, créanme, será suficiente”. Antes ya, a finales de 2011, la autoridad monetaria de la zona euro había adoptado un paquete muy potente de medidas de choque, que indicaban la firme decisión de actuar de manera decidida si las circunstancias lo exigían, como así fue. Y aunque, desde la segunda mitad de 2012, las tensiones en los mercados financieros se fueron atenuando, el BCE tuvo que recurrir a la utilización de nuevos instrumentos y medidas de política monetaria. En primer lugar, llevando al límite la política de tipos de interés, que se situaron en el 0% en marzo de 2016, y en porcentajes negativos para la retribución de las reservas del sistema bancario, con lo que se entraba en el territorio desconocido de la política de tipos de interés en el denominado ‘Zero Lower Bound’ (ZLB). El segundo instrumento, una vez agotado el recorrido de la política de reducción de tipos de interés, fue la introducción de la política de adquisición de activos, el denominado *Quantitative Easing* (QE), consagrada en marzo de 2015, con la creación del programa APPS, cuyo principal componente era el PSPP, destinado a la compra de deuda pública. Finalmente, el tercer instrumento fue la política de *Forward Guidance* (FG), en virtud de la cual el BCE anunciaba con una anticipación considerable el curso que iba a seguir la política monetaria, con el fin de anclar las expectativas de los mercados y reducir su volatilidad.

A lo largo de la crisis, pues, la política monetaria desarrollada por el BCE experimentó una verdadera mutación. No fue un caso insólito, ni mucho menos. Lo mismo ocurrió en todos los bancos centrales y zonas monetarias del mundo, como se explica en este trabajo. Y, de hecho, la reacción del BCE fue relativamente lenta, sobre todo si se compara con la de la Reserva Federal (FED) en Estados Unidos, que ya en noviembre de 2008 (más de seis años antes) había adoptado el primer programa de QE. El propósito de nuestro trabajo ha sido precisamente analizar las características y alcance de esta mutación, después de haber examinado, como punto de partida, los fundamentos de la política monetaria en la UEM, las razones de la creación de la moneda única y el marco de actuación del BCE.

Hacia mediados de 2018 se vislumbraba un cierto retorno a la normalidad, de la misma manera que se había producido en Estados Unidos unos años antes. Esta vuelta a la normalidad se concretaba en la reducción del ritmo de adquisición de activos, que debía finalizar en este año 2018 y en el anuncio, de acuerdo con la política de anticipación de la política monetaria, de que en el futuro se iban a producir aumentos de los tipos de interés (aunque el BCE precisaba que en ningún caso antes del verano de 2019) y, después de un período en el que iba a quedar inalterado el balance del BCE, se iban a empezar a producir ventas netas de activos, advirtiendo que ello no sería hasta bastante más tarde de que hubiera empezado la política de aumento de los tipos de interés. El BCE, en definitiva, estaba anunciando una senda similar a la que había seguido la FED unos años antes en Estados Unidos. Primero, octubre de 2014, finalización de la política de compra neta de activos (QE); segundo, diciembre de 2015, inicio de la política de aumento de los tipos de interés; tercero, septiembre de 2017, inicio de la política de venta neta de activos y reducción del balance del banco central.

Por ello podemos afirmar que, en cierto modo, en 2018 se adivinaba el cierre de un ciclo de política monetaria, que había empezado diez años antes con la gran crisis financiera. En 2019 los tipos de interés debían situarse

en territorio positivo y empezar a subir y la política neta de adquisición de activos, que había finalizado el 31 de diciembre de 2018, iba a terminar. De momento las amortizaciones de activos se iban a reinvertir (manteniendo estable el balance del BCE) y, a partir de un momento, que debería ser bastante después de empezar a subir los tipos de interés, iban a empezar las ventas netas de activos y la contracción del balance del BCE. Es decir, en aquel momento se preveía la vuelta a una cierta normalidad. No al momento anterior a que empezara el ciclo, por supuesto. Es decir, no se trataba de una vuelta a la ‘vieja normalidad’, sino a una ‘nueva normalidad’, en la que había cambios que iban a consolidarse. Por una parte, la caja de instrumentos del BCE iba a incorporar de manera permanente las medidas de QE y de FG. Por otra parte, aunque estaba previsto que se produjera una reducción del balance del BCE, también parecía claro que ésta iba a ser muy lenta y gradual (para evitar una deflación aguda en el precio de los activos) y que el nivel final de este balance iba a quedar bastante por encima del que tenía a mediados de 2007, cuando empezó la crisis financiera.

### **La reacción del BCE ante la crisis del coronavirus**

Sin embargo, ya en el primer semestre de 2019 surgieron indicios inequívocos de que esta vuelta a la normalidad iba a ser más lenta de lo previsto. La aparición de una serie de dudas sobre la solidez de la recuperación económica y la existencia de una tasa de inflación persistentemente baja, condujeron al BCE a reconsiderar las medidas previstas, que, está claro, tenían más bien un signo de tipo contractivo, e incluso a plantear la posibilidad de nuevas actuaciones de carácter expansivo. Así, en marzo de 2019 el BCE retrasó el plazo mínimo para empezar a subir los tipos de interés hasta finales de 2019 (recordemos que antes lo había establecido en junio) y posteriormente, en junio, lo volvió a retrasar, al menos hasta la primera mitad de 2020. Naturalmente, con el efecto en cascada que estas decisiones tenían sobre el inicio de la política de desinversión de activos, que el BCE había advertido que en cualquier caso no iba a empezar hasta bastante tiempo después de comenzar a aumentar los tipos de interés.

De manera que ya en el año 2019 aparecieron signos muy visibles de que la situación iba a tardar en normalizarse, incluso admitiendo que la 'nueva normalidad' iba a ser distinta de la anterior. Lo mismo ocurrió en las otras zonas monetarias, y destacadamente en Estados Unidos, donde quedaron en suspenso las medidas previstas, tanto por lo que se refiere al aumento de los tipos de interés, como en relación a la desinversión de activos.

Los hechos indican, pues, que ya en 2019 la 'nueva normalidad' parecía ser más nueva que normal. Las previsiones de vuelta a la misma estaban sometidas a revisión, no solo en su ritmo de aplicación, sino incluso en la orientación a seguir. Sin embargo, resulta evidente que la convulsión que ha supuesto la crisis del coronavirus, desatada en marzo de 2020, ha situado las cosas en otra dimensión, que aleja aún más la política monetaria de este cierre de ciclo y de regreso a la normalidad, que podía vislumbrarse en el año 2018. El impacto de esta crisis sobre la política monetaria del BCE es incuestionable, y totalmente lógico por otra parte, y habría que analizarlo, como mínimo desde tres planos.

En primer lugar, está el impacto de la crisis del COVID-19 sobre la actuación inmediata del BCE. En una fecha tan temprana como el 12 de marzo de 2020, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés (recordemos, al 0% para los créditos al sistema bancario y al -0,5% para la retribución de las reservas en el BCE), ampliar el programa de adquisición de activos en 120 M€ hasta final de año (posteriormente, en diciembre, decidió que las compras continuarían a un ritmo de 20 M€ mensuales) y aumentar significativamente las operaciones de crédito al sistema bancario en operaciones a largo plazo, 'Long Term Refinancing Operations' (LTRO's) y 'Targeted Longer Term Refinancing Operations' (TLTRO's). Y, sobre todo, de forma casi inmediata, el 18 de marzo, puso en marcha el programa de emergencia destinado a la compra de activos (sobre todo, deuda pública) (el 'Pandemic emergency purchase programme', PEPP), por un importe de 750.000 M€, posteriormente ampliados a 1.350.000 M€ en junio y a 1.850.000 M€ en diciembre. Se trata de un programa de una importancia singular, que garanti-

zaba a los estados miembros la financiación del déficit público en que tuvieran que incurrir para afrontar la emergencia sanitaria. Ello ocurría cuando las primas de riesgo de la deuda soberana de algunos países empezaban a escalar de manera preocupante y antes de que se pusieran en marcha los paquetes de medidas de la UE (especialmente, el ‘Next Generation European Union’, NGEU, aprobado en julio). Es decir, en un momento en que todo el esfuerzo para hacer frente a la situación recaía de manera exclusiva en los presupuestos nacionales.

En segundo lugar, hay que subrayar que las medidas adoptadas por el BCE se van a mantener durante un período de tiempo relativamente largo. Según se desprende de los acuerdos de su Consejo de Gobierno de 10 diciembre, las compras netas de activos bajo el programa PEPP continuarán al menos hasta marzo de 2022, y como mínimo hasta el final de 2023 el BCE no empezará a desinvertir. El acuerdo añade que “en cualquier caso, el Consejo de Gobierno llevará a cabo compras netas [de activos] hasta que considere que la crisis del coronavirus está superada”. Cabe, pues, avanzar dos conclusiones. La primera es una certeza: el BCE actuará en función de la evolución de la crisis, adoptando las medidas precisas, hasta que la misma se haya superado. La segunda es que existe una gran incertidumbre sobre cual pueda ser esta evolución: respecto a su duración, respecto a los daños permanentes que pueda dejar en la economía y respecto a su impacto sobre el sistema financiero. Lo cual hace muy difícil prever la duración y la intensidad de las medidas extraordinarias que pueda adoptar el BCE.

En tercer lugar, habría que valorar hasta qué punto esta crisis ha modificado aspectos esenciales del marco de actuación de la política monetaria, tanto por lo que se refiere a sus objetivos, como a sus instrumentos. La verdad es que habría resultado difícil que ello sucediera de manera significativa, puesto que, como se ha expuesto a lo largo de este trabajo, la respuesta a la gran crisis financiera ya obligó a agotar, prácticamente, todos los instrumentos al alcance del BCE. Sin embargo, es preciso destacar que la creación del PEPP supone un paso que va más allá, probablemente, de cuantas medidas se ha-

bían adoptado hasta este momento. El propio BCE señala que se trata de una medida 'no-standard' de política monetaria y, aunque establece paralelismos con los anteriores programas anteriores de compra de activos (los que integran el QE), la realidad es que se trata de un instrumento que, en la práctica, ha servido de forma apenas encubierta para garantizar que los estados miembros pudieran colocar sin tensiones la deuda pública necesaria para financiar los déficits públicos provocados por la crisis del coronavirus. De hecho, cuando el BCE lanzó el programa, el 18 de marzo de 2020, la explicación que ofreció fue que lo hacía "para contrarrestar los serios riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria y las amenazas para el euro área creados por el brote y la intensificación de la difusión del coronavirus, COVID-19". Es decir, el BCE fundamentaba su decisión en el terreno de la política monetaria, tenía la obligación de hacerlo, pero lo hacía con una fórmula de compromiso (el posible bloqueo de los mecanismos de transmisión), sin duda razonable, pero muy genérica. El BCE entendió, acertadamente, que debía actuar y lo hizo, creando, de hecho, un nuevo instrumento muy potente y singular. En realidad, el programa PEPP supone algo muy parecido al mecanismo previsto por las 'Outright Monetary Transactions' (OMT's), pero sin el trámite de la petición previa de rescate al MEDE y los numerosos condicionantes que este instrumento comportaba.

Para finalizar, habría que realizar dos observaciones adicionales en relación con la nueva etapa que la crisis del coronavirus ha abierto para el BCE y la política monetaria en la zona euro. En primer lugar, en esta ocasión el BCE no se ha encontrado solo en la adopción de medidas de política macroeconómica para hacer frente a la emergencia. La política fiscal ha actuado, tanto a nivel nacional, como de la UE. Por una parte, los estados miembros han utilizado una inusual potencia de fuego a costa de los presupuestos nacionales, contando para ello con la complicidad de la UE, que ha dejado en suspenso las reglas de disciplina fiscal. Por otra parte, la propia UE ha adoptado medidas de gran envergadura (especialmente el NGEU, por un importe de 750.000 M€), en lo que supone un paso que podría resultar de gran importancia hacia la unión fiscal, al financiar este proyecto con la emisión de deuda por parte de

la Comisión Europea, con el respaldo de los estados miembros. En segundo lugar, es evidente que todas estas circunstancias han dejado simplemente fuera de la agenda cualquier cosa que pueda parecerse a una vuelta a la normalidad en la política monetaria del BCE, tanto a la ‘vieja normalidad’, por supuesto, como a la ‘nueva normalidad’ que parecía anunciarse a lo largo del año 2018. Más bien cabría prever que la política monetaria del BCE va a instalarse durante un largo período de tiempo en lo que podríamos denominar la normalidad de la excepcionalidad. Es decir, en una situación en la que el BCE va a estar abierto a considerar la adopción de medidas relativamente excepcionales y a mantener por el tiempo que sea preciso las que ya ha adoptado, siempre en función del curso de los acontecimientos. Y, por otra parte, va a tratar de apuntalar la confianza en su gestión de la política monetaria (cosa que hasta ahora ha conseguido con creces), confiriendo a la misma la mayor previsibilidad posible, en un contexto caracterizado, como antes se ha señalado, por la incertidumbre.

Barcelona, 15 de enero de 2021



*Real Academia  
de Ciencias Económicas y Financieras*

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA  
DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

\*Las publicaciones señaladas con el símbolo  están disponibles en formato PDF en nuestra página web:  
<https://racef.es/es/publicaciones>

\*\*\*Las publicaciones señaladas con el símbolo  o  están disponibles en nuestros respectivos canales de Youtube y Vimeo



## PUBLICACIONES DEL OBSERVATORIO DE INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA

- M-24/11 *Nuevos mercados para la recuperación económica: Azerbaiyán.*  
- M-30/12 *Explorando nuevos mercados: Ucrania, 2012. (Incluye DVD con textos en ucraniano), 2012.*
- M-38/15 *Desarrollo de estrategias para la cooperación económica sostenible entre España y México, 2015.* 
- M-41/16 *Cuba a la luz de la Nueva Ley de Inversiones Extranjeras: Retos y oportunidades para la economía catalana, (Estudio elaborado por el Observatorio de Investigación Económico- Financiera), 2016.*   
- MO-47/16 *Colombia: la oportunidad de la paz. Estudio sectorial para la inversión de empresas españolas en el proceso de reconciliación nacional (Estudio del Observatorio de Investigación Económico-Financiera de la RACEF).* 
- MO-50/17 *La gestión y toma de decisiones en el sistema empresarial cubano. Gil Lafuente, Anna Maria; García Rondón, Irene; Souto Anido, Lourdes; Blanco Campins, Blanca Emilia; Ortiz, Torre Maritza; Zamora Molina, Thais.* 
- MO-52/18 *Efectos de la irrupción y desarrollo de la economía colaborativa en la sociedad española. Gil Lafuente, Anna Maria; Amiguet Molina, Lluís; Boria Reverter, Sefa; Luis Bassa, Carolina; Torres Martínez, Agustín; Vizquete Luciano, Emilio.* 
- MO-53/19 *Índice de equidad de género de las comunidades autónomas de España: Un análisis multidimensional. Gil Lafuente, Anna Maria; Torres Martínez, Agustín; Boria Reverter, Sefa; Amiguet Molina, Lluís.* 
- MO-54/19 *Sistemas de innovación en Latinoamérica: Una mirada compartida desde México, Colombia y Chile. Gil-Lafuente, Anna M.; Alfaro-García, Víctor G.; Alfaro-Calderón, Gerardo G.; Zaragoza-Ibarra, Artemisa; Gómez-Monge, Rodrigo; Solís-Navarrete, José A.; Ramírez-Triana, Carlos A.; Pineda-Escobar, María A.; Rincón-Ariza, Gabriela; Cano-Niño, Mauricio A.; Mora-Pardo, Sergio A.; Nicolás, Carolina; Gutiérrez, Alexis; Rojas, Julio; Urrutia, Angélica; Valenzuela, Leslier; Merigó, José M.* 
- MO-56/19 *Kazakhstan: An Alliance of civilizations for a global challenge. Ministry of National Economy of the Republic of Kazakhstan – Institute of Economic Research; Royal Academy of Economic and Financial Sciences of Spain.* 
- MO-60/19 *Medición de las capacidades de innovación en tres sectores primarios en Colombia. Efectos olvidados de las capacidades de innovación de la quínoa, la guayaba y apícola en Boyacá y Santander. Blanco-Mesa, Fabio; León-Castro, Ernesto; Velázquez-Cázares, Marlenne; Cifuentes-Valenzuela, Jorge; Sánchez-Ovalle, Vivian Ginneth.* 
- MO-61/19 *El proceso demográfico en España: análisis, evolución y sostenibilidad. Gil-Lafuente, Anna M.; Torres-Martínez, Agustín; Guzmán-Pedraza, Tulia Carolina; Boria-Reverter, Sefa.* 
- MO-64/20 *Capacidades de Innovación Ligera en Iberoamérica: Impliaciones, desafíos y sinergias sectoriales hacia el desarrollo económico multilateral. Alfaro-García, VG.; Alfaro-Calderón, GG.; García-Orozco, D.; Zaragoza-Ibarra, A.; Boria-Reverter, S.; Gómez-Monge, R.*

- MO-65/20 *El adulto mayor en España: Los desafíos de la sociedad ante el envejecimiento.* Gil-Lafuente, Anna M.; Torres-Martínez, Agustín; Guzmán-Pedraza, Tulia Carolina; Boria-Reverter, Sefa. 
- MO-68/21 *Public policy to handle aging: the seniors' residences challenge / Políticas para la gestión pública del envejecimiento: el desafío de las residencias para personas mayores.* Kydland, F.; Kydland, T.; Valero Herмосilla, J. y Gil-Lafuente, Ana M.  
- MO-70/21 *Ecología y tecnología para una nueva economía poscovid-19.* Ana María GilLafuente, Agustín Torres-Martínez, Tulia Carolina Guzmán-Pedraza, Sefa Boria-Reverter. 

## OTRAS PUBLICACIONES Y COEDICIONES DE LA REAL ACADEMIA

- M-1/03 *De Computis et Scripturis (Estudios en Homenaje al Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera)*, 2003. 
- M-2/04 *Sesión Académica de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras en la Académie du Royaume du Maroc (Publicación del Solemne Acto Académico en Rabat el 28 de mayo de 2004)*, 2004.  
- M-3/05 *Una Constitución para Europa, estudios y debates (Publicación del Solemne Acto Académico del 10 de febrero de 2005, sobre el “Tratado por el que se establece una Constitución para Europa”)*, 2005. 
- M-4/05 *Pensar Europa (Publicación del Solemne Acto Académico celebrado en Santiago de Compostela, el 27 de mayo de 2005)*, 2005.
- M-5/06 *El futuro de las relaciones euromediterráneas (Publicación de la Solemne Sesión Académica de la R.A.C.E.F. y la Universidad de Túnez el 18 de marzo de 2006)*, 2006. 
- M-6/06 *Veinte años de España en la integración europea (Publicación con motivo del vigésimo aniversario de la incorporación de España en la Unión Europea)*, 2006. 
- M-7/07 *La ciencia y la cultura en la Europa mediterránea (I Encuentro Italo-Español de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras y la Accademia Nazionale dei Lincei)*, 2007.  
- M-8/07 *La responsabilidad social de la empresa (RSE). Propuesta para una nueva economía de la empresa responsable y sostenible*, 2007. 
- M-9/08 *El nuevo contexto económico-financiero en la actividad cultural y científica mediterránea (Sesión Académica internacional en Santiago de Compostela)*, 2008. 
- M-10/08 *Pluralidad y unidad en el pensamiento social, técnico y económico europeo (Sesión Académica conjunta con la Polish Academy of Sciences)*, 2008.  
- M-11/08 *Aportación de la ciencia y la cultura mediterránea al progreso humano y social (Sesión Académica celebrada en Barcelona el 27 de noviembre de 2008)*, 2009. 
- M-12/09 *La crisis: riesgos y oportunidades para el Espacio Atlántico (Sesión Académica en Bilbao)*, 2009. 
- M-13/09 *El futuro del Mediterráneo (Sesión Académica conjunta entre la Montenegrin Academy of Sciences and Arts y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, celebrada en Montenegro el 18 de mayo de 2009)*, 2009.  
- M-14/09 *Globalisation and Governance (Coloquio Internacional entre la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras y el Franco-Australian Centre for International Research in Management Science (FACIREM), celebrado en Barcelona los días 10-12 de noviembre de 2009)*, 2009. 
- M-15/09 *Economics, Management and Optimization in Sports. After the Impact of the Financial Crisis (Seminario Internacional celebrado en Barcelona los días 1-3 de diciembre de 2009)*, 2009.  

- M-16/10 *Medición y Evaluación de la Responsabilidad Social de la Empresa (RSE) en las Empresas del Ibex 35*, 2010. 
- M-17/10 *Desafío planetario: desarrollo sostenible y nuevas responsabilidades (Solemne Sesión Académica conjunta entre l'Académie Royale des Sciences, des Lettres et des Beaux-Arts de Bélgica y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de España, en Bruselas el día 8 de Junio de 2010)*, 2010.  
- M-18/10 *Seminario analítico sobre la casuística actual del derecho concursal (Sesión Académica celebrada el 4 de junio de 2010)*, 2010. 
- M-19/10 *Marketing, Finanzas y Gestión del Deporte (Sesión Académica celebrada en la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras en diciembre de 2009)*. 2010  
- M-20/10 *Optimal Strategies in Sports Economics and Management (Libro publicado por la Editorial Springer y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras)*. 2010
- M-21/10 *El encuentro de las naciones a través de la cultura y la ciencia (Solemne Sesión Académica conjunta entre la Royal Scientific Society de Jordania y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de España, en Amman el día 8 de noviembre de 2010)*. 2010.  
- M-21B/10 *Computational Intelligence in Business and Economics (Proceedings de MS'10 International Conference celebrada en Barcelona los días 15-17 de julio de 2010)*. Edición de World Scientific, 2010.
- M-22/11 *Creación de valor y responsabilidad social de la empresa (RSE) en las empresas del IBEX 35*. 2011. 
- M-23/11 *Incidencia de las relaciones económicas en la recuperación económica del área mediterránea (VI Acto Internacional celebrado en Barcelona el 24 de febrero de 2011, (Incluye DVD con resúmenes y entrevistas de los ponentes)* 2011.  
- M-25/11 *El papel del mundo académico en la sociedad del futuro (Solemne Sesión Académica en Banja Luka celebrada el 16 de mayo de 2011)*, 2011.  
- M25B/11 *Globalisation, governance and ethics: new managerial and economic insights (Edición Nova Science Publishers)*, 2011.
- M-26/12 *Decidir hoy para crear el futuro del Mediterráneo (VII acto internacional celebrado el 24 de noviembre de 2011)*, 2012.  
- M-27/12 *El ciclo real vs. el ciclo financiero un analisis comparativo para el caso español. Seminario sobre política anticíclica*, 2012.  
- M-28/12 *Gobernando las economías europeas. La crisis financiera y sus retos. (Solemne Sesión Académica en Helsinki celebrada el 9 de febrero de 2012)*, 2012.  
- M-29/12 *Pasado y futuro del área mediterránea: consideraciones sociales y económicas (Solemne Sesión Académica en Bejaia celebrada el 26 de abril de 2012)*, 2012. 
- M-31/13 *Why austerity does not work: policies for equitable and sustainable growth in Spain and Europe (Conferencia del académico correspondiente para Estados Unidos, Excmo. Sr. Dr. D. Joseph E. Stiglitz, Pronunciada en Barcelona en diciembre de 2012)*, 2013.   
 

- M-32/13 *Aspectos micro y macroeconómicos para sistemas sociales en transformación (Solemne Sesión Académica en Andorra celebrada el 19 de abril de 2013)*, 2013.   
- M-33/13 *La unión europea más allá de la crisis (Solemne Sesión Académica en Suiza celebrada el 6 de junio de 2013)*, 2013.   
- M-33B/13 *Decision Making Sytems in Business Administration (Proceedings de MS'12 International Conference celebrada en Río de Janeiro los días 10-13 de diciembre de 2012)*. Edición de World Scientific, 2013.
- M-34/14 *Efectos de la evolución de la inversión pública en Educación Superior. Un estudio del caso español y comparado (Trabajo presentado por la Sección Primera de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras)*, 2014. 
- M-35/14 *Mirando el futuro de la investigación científica (Solemne Acto Académico Conjunto celebrado en Bakú el 30 de mayo de 2014)*, 2014.  
- M-36/14 *Decision Making and Knowledge Decision Support Systems (VIII International Conference de la RACEF celebrada en Barcelona e International Conference MS 2013 celebrada en Chania Creta. Noviembre de 2013)*. Edición a cargo de Springer, 2014.  
- M-37/14 *Revolución, evolución e involución en el futuro de los sistemas sociales (IX Acto internacional celebrado el 11 de noviembre de 2014)*, 2014.  
- M-39/15 *Nuevos horizontes científicos ante la incertidumbre de los escenarios futuros (Solemne Acto Académico Conjunto celebrado en Cuba el 5 de mayo de 2015)*, 2015.  
- M-40/15 *Ciencia y realidades económicas: reto del mundo post-crisis a la actividad investigadora (X Acto Internacional celebrado el 18 de noviembre de 2015)*, 2015.   
- ME-42/16 *Vivir juntos (Trabajo presentado por la Sección Tercera de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras)*, 2016. 
- MS-43/16 *¿Hacia dónde va la ciencia económica? (Solemne Acto Académico Conjunto con la Universidad Estatal de Bielorrusia, celebrado en Minsk el 16 de mayo de 2016)*, 2016.   
- MS-44/16 *Perspectivas económicas frente al cambio social, financiero y empresarial (Solemne Acto Académico Conjunto con la Universidad de la Rioja y la Fundación San Millán de la Cogolla, celebrado en La Rioja el 14 de octubre de 2016)*, 2016.   
- MS-45/16 *El Comportamiento de los actores económicos ante el reto del futuro (XI Acto Internacional de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, celebrado en Barcelona el 10 de noviembre de 2016)*, 2016.   
- MS-46/17 *El agua en el mundo-El mundo del agua/ Water in the world- The World of Water (Nueva Edición Bilingüe Español-Inglés del Estudio a cargo del Prof. Dr. Jaime Lamo de Espinosa, publicada con motivo del 150 aniversario de Agbar)*, 2017.   
- MS-48/17 *El pensamiento económico ante la variedad de espacios españoles (Solemne Acto Académico conjunto con la Universidad de Extremadura y la Junta de Extremadura celebrado los días 2-3 de marzo de 2017)*, 2017.   
- MS-49/17 *La economía del futuro en Europa. Ciencia y realidad. Calmíc, Octavian; Aguer Hortal, Mario; Castillo, Antonio; Ramírez Sarrió, Dídac; Belostecinic, Grigore; Rodríguez Castellanos, Arturo; Bîrcă, Alic; Vaculovschi, Dorin; Metzeltin, Michael; Verejan, Oleg; Gil Aluja, Jaime*. 

- MS-51/17 *Las nuevas áreas del poder económico (XII Acto Internacional de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras celebrado en Barcelona el 16 de noviembre de 2017)*, 2017.   
- MS-53/18 *El reto de la prosperidad compartida. El papel de las tres culturas ante el siglo XXI. Solemne acto académico conjunto con la Fundación Tres Culturas del Mediterráneo (Barcelona Economics Network). Askenasy, Jean; Imanov, Gorkmaz; Granell Trias, Francesc; Metzeltin, Michael; Bernad González, Vanessa; El Bouyououssfi, Mounir; Ioan Franc, Valeriu; Gutu, Corneliu.*   
- MS-54/18 *Las ciencias económicas y financieras ante una sociedad en transformación. Solemne Acto Académico conjunto con la Universidad de León y la Junta de Castilla y León, celebrado el 19 y 20 de abril de 2018. Rodríguez Castellanos, Arturo; López González, Enrique; Escudero Barbero, Roberto; Pont Amenós, Antonio; Ulibarri Fernández, Adriana; Mallo Rodríguez, Carlos; Gil Aluja, Jaime.*   
- MV-01/18 *La ciencia y la cultura ante la incertidumbre de una sociedad en transformación (Acto Académico de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras en la Universidad de Tel Aviv celebrado el 15 y 16 de mayo de 2018)*, 2018. 
- MS-55/19 *Desafíos de la nueva sociedad sobrecompleja: Humanismo, dataísmo y otros ismos (XIII Acto Internacional de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras celebrado en Barcelona el 15 y 16 de noviembre de 2018)*, 2018.   
- MS-57/19 *Complejidad Financiera: Mutabilidad e Incertidumbre en Instituciones, Mercados y Productos. Solemne Acto Académico Conjunto entre la Universitat de les Illes Balears, la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de España, el Cercle Financer de Balears, el Colegio de Economistas de las Islas Baleares y el Cercle d'Economia de Mallorca, celebrado los días 10-12 de abril de 2019. Rodríguez Castellanos, Arturo; López González, Enrique; Liern Carrión, Vicente; Gil Aluja, Jaime.*   
- ME-58/19 *Un ensayo humanista para la formalización económica. Bases y aplicaciones (Libro Sección Segunda de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras)*, 2019. 
- MS-59/19 *Complejidad Económica: Una península ibérica más unida para una Europa más fuerte. Solemne Acto Académico Conjunto entre la Universidad de Beira Interior – Portugal y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de España, celebrado el día 19 de junio de 2019. Askenasy, Jean; Gil Aluja, Jaime; Gusakov, Vladimir; Hernández Mogollón, Ricardo; Imanov, Korkmaz; Ioan-Franc, Valeriu; Laichoubi, Mohamed; López González, Enrique; Marino, Domenico; Redondo López, José Antonio; Rodríguez Rodríguez, Alfonso; Gil Lafuente, Anna Maria.* 
- MS-62/20 *Migraciones (XIV Acto Internacional de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras celebrado en Barcelona el 14 y 15 de noviembre de 2019)*, 2019.  
- MS-63/20 *Los confines de la equidad y desigualdad en la prosperidad compartida. Solemne Acto Académico Conjunto entre la Universidad de Cantabria y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, celebrado los días 7 y 8 de mayo de 2020. Ramírez Sarrió, Dídac; Gil Aluja, Jaime; Rodríguez Castellanos, Arturo; Gasòliba, Carles; Guillen, Montserrat; Casado, Fernando; Gil-Lafuente, Anna Maria, Sarabia Alegría, José María.*  

- MS-66/21 *La vejez: conocimiento, vivencia y experiencia (XV Acto Internacional de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras celebrado en Barcelona el 10 y 20 de noviembre de 2020)*, 2020. 
- MS-67/21 *Sistemas de pensiones para una longevidad creciente. Una mirada a los sistemas de pensiones en Bielorrusia, España, Finlandia, México y Suiza. Daniel i Gubert, Josep; Wanner, Jean-Marc; Gusakov, Vladimir; Kiander, Jaakko; González Santoyo, Federico; Flores Romero, Beatriz; Gil-Lafuente, Ana Maria; Guillen, Montserrat*. 2021. 
- MS-71/22 *Incidencias económicas de la pandemia. Problemas y oportunidades. Solemne Acto Académico Conjunto entre la Universidad de Valencia y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, celebrado los días 21 y 22 de octubre de 2021. Gil Aluja, Jaime; Aguer Hortal, Mario; Maqueda Lafuente, Francisco Javier; Ramírez Sarrió, Dídac; Liern Carrión, Vicente; Rodríguez Castellanos, Arturo; Guillén Estany, Montserrat*.  
- MS-72/22 *La nueva economía después del Sars-Cov-2. Realidades y revolución tecnológica. (XVI Acto Internacional de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras celebrado en Barcelona el 18 y 19 de noviembre de 2021)*, 2021.  
- ME-73/22 *El Banco Central Europeo y la crisis financiera (2007-2018). Sección de Ciencias Económicas de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras. Argandoña Rámiz, Antonio; Castells Oliveres, Antoni*. 2022.  





**Antonio Argandoña Rámiz**

**Antoni Castells Oliveres**

Los orígenes más remotos de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras se remontan al siglo XVIII, cuando en 1758 se crea en Barcelona la Real Junta Particular de Comercio. El espíritu inicial que la animaba entonces ha permanecido: el servicio a la sociedad a partir del estudio y de la investigación. Es decir, actuar desde la razón. De ahí las palabras que aparecen en su escudo y medalla: “Utraque Unum”. La forma actual de la Real Corporación tiene su gestación en la década de los 30 del pasado siglo. Su recreación tuvo lugar el 16 de mayo de 1940. En 1958 es cuando adopta el nombre de Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras. En los últimos años se han intensificado los esfuerzos dirigidos a la internacionalización de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras. Esta labor culminada con un indiscutible éxito ha sido realizada, principalmente en tres direcciones. La primera de ellas es la incorporación de grandes personalidades del mundo académico y de la actividad de los estados y de las empresas. Siete Premios Nobel, tres Jefes de Estado y varios Primeros Ministros son un revelador ejemplo. La segunda es la realización anual de sesiones científicas en distintos países junto con altas instituciones académicas de otros Estados, con los que se firman acuerdos de colaboración. En tercer lugar, se ha puesto en marcha la elaboración de trabajos de análisis sobre la situación y evolución de los sistemas económico-financieros de distintas naciones, con gran repercusión, no sólo en los ámbitos propios de la actividad científica, sino también en la esfera de la actividad española.

Dr. Jaime Gil Aluja

Presidente de la  
Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

# Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

DR. ANTONIO ARGANDOÑA RÁMIZ; DR. ANTONI CASTELLS OLIVERES

ME-73/22

EL BANCO CENTRAL EUROPEO Y LA CRISIS FINANCIERA.  
(2007-2018)

SECCIÓN DE CIENCIAS ECONÓMICAS DE LA REAL ACADEMIA  
DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

En 2007 se pusieron de manifiesto los primeros síntomas de una grave crisis mundial, una crisis financiera que se convirtió pronto en la Gran Recesión que en Europa presentó causas, caracteres y complicaciones propias, especialmente en los países miembros de la Unión Económica y Monetaria, que estaban llevando a cabo un gran experimento: una moneda única, con un banco central propio y una política monetaria común.

Desde su implantación, el experimento del euro parecía exitoso: el objetivo de estabilidad de precios se había conseguido razonablemente por el buen hacer del Banco Central Europeo (BCE); los mercados financieros funcionaban con normalidad; los capitales fluían libremente entre los países miembros, confirmando la unidad monetaria y financiera que se quería conseguir, y el crecimiento económico era alto. La atmósfera económica y financiera hacia 2007 era de razonable optimismo, con no pocas dosis de euforia. Sin embargo, la crisis mostró hasta qué punto la unión monetaria sin el acompañamiento de una unión fiscal y de una profunda integración del resto de políticas podía provocar desequilibrios muy acusados en los países menos competitivos de la zona euro. El BCE tuvo que enfrentarse, casi en solitario, a un problema de una dimensión desconocida desde la Gran Depresión de los años 1930.

El libro analiza la política del BCE durante la crisis financiera. Examina el ciclo que se inicia en 2007 y concluye en 2018, cuando parecía que finalmente se volvía a la 'normalidad', con la perspectiva de un horizonte de aumento de los tipos de interés y progresiva disminución de su balance. Un retorno a la normalidad interrumpido por la aparición de la pandemia de la COVID-19, que dejó las cosas en un paréntesis que todavía no se ha cerrado. Durante este período de tiempo se produjeron cambios sustanciales en los objetivos e instrumentos de la política monetaria, de tal manera que se puede afirmar que habrá un antes y un después de su diseño y concepción a consecuencia de la crisis financiera y la Gran Recesión.



*Real Academia  
de Ciencias Económicas y Financieras*

