
La Política Económica europea en una era de incertidumbre: el retorno de la Política Monetaria

Diego Aires Calviño, Fernando Rojas Traverso y Francisco del Olmo García

Resumen: En este trabajo se analiza cuál puede ser el devenir de la Política Monetaria en el futuro inmediato, a la vista de su aplicación tras la crisis financiera y el entorno enrarecido, por diversos motivos, de los últimos años.

Palabras clave: Política Económica; Política Monetaria; Unión Europea.

Códigos JEL: E52; E58.

No cabe duda de que, ante un entorno dinámico y caracterizado por el cambio continuo, la incertidumbre marca el ritmo de la economía. Ante esta incertidumbre, la Política Monetaria ha emergido como una respuesta fundamental ante las diversas crisis que han acontecido a lo largo de las últimas dos décadas.

Desde la crisis de 2008, que ya supuso un auténtico reto para los “hacedores” de Política Económica y cuya respuesta fue protagonizada por las autoridades de Política Monetaria, se han sucedido episodios a nivel geopolítico (el Brexit o el reciente estallido del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, entre otros), económico (como la guerra comercial entre Estados Unidos y China o el periodo de confinamiento propiciado por la pandemia de la COVID-19) y financiero (como la crisis de la deuda soberana en Europa, así como los recientes episodios de pánico bancario) que han provocado alteraciones en las dinámicas económicas y financieras en la economía mundial y europea.

Las medidas tomadas desde 2008 por las diferentes instituciones encargadas de dirimir la Política Económica, en concreto, los gobiernos y los bancos centrales, han sido diversas y se han ido adaptando a la idiosincrasia de cada episodio.

Respecto a la Política Monetaria, y ciñéndonos al contexto europeo, el Banco Central Europeo (en adelante, BCE) promulgó diversas medidas que mantuvieron una narrativa común hasta el fuerte incremento de la inflación de los dos últimos años y que,

principalmente, se tradujeron en una bajada de los tipos de interés de referencia hasta alcanzar el nivel cero (o incluso los niveles negativos en su tasa de depósito) y un crecimiento exponencial del balance del BCE.

En concreto, la receta de Política Monetaria implementada por el BCE (al igual que los principales bancos centrales del mundo) incluyó medidas convencionales, como la reducción de tipos de interés o una reformulación de las subastas de liquidez para el sector bancario (que, principalmente, ha consistido en una asignación completa a cualquier volumen de petición que realice una entidad bancaria), así como medidas no convencionales, como los programas de compras de bonos públicos y corporativos (PSPP¹ y CSPP², respectivamente) y, en menor medida, de bonos de titulización de activos y bonos garantizados (ABSPP³ y CBPP⁴, respectivamente), los programas de liquidez para las entidades financieras (LTRO⁵, VLTRO⁶, TLTRO⁷, entre otros) o, más recientemente, un programa dirigido a suministrar liquidez al sector financiero en la época COVID-19 (PEPP⁸). Todo ello bajo la orientación de expectativas del BCE en forma de *forward guidance* (gráfico 1).

¹ Public Sector Purchase Programme.

² Corporate Sector Purchase Programme.

³ Asset-backed Securities Purchase Programme.

⁴ Covered Bond Purchase Programme.

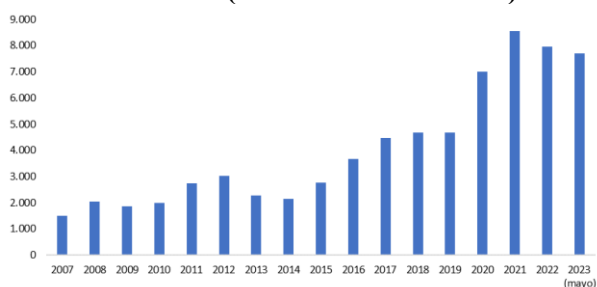
⁵ Long Term Refinancing Operation.

⁶ Very Long Term Refinancing Operation.

⁷ Targeted Long Term Refinancing Operation.

⁸ Pandemic Emergency Purchase Programme.

Gráfico 1: Activos en balance BCE a cierre de cada año (miles de millones de €).



Fuente: Banco Central Europeo.

Estas medidas de Política Monetaria han permitido superar episodios de gravedad, manteniendo niveles de crecimiento y de precios que, de otra forma, se estima que se habrían reducido considerablemente, como ponen de manifiesto los estudios de Arce (2019) o Aguilar et al. (2020), entre otros.

No obstante, estas medidas también han tenido otras consecuencias de las que, todavía hoy, no se conoce su profundidad. Por ejemplo, Lacalle (2018) habla de inflación en los precios de activos, mientras que las consecuencias sobre la actividad bancaria no convergen hacia un consenso en la academia.

Por una parte, autores como Betz y De Santis (2019), Demiralp, Eisenschmidt y Vlassopoulos (2019), Altavilla, Andreeva, Boucinha y Holton (2019) y García-Posada (2019) aprecian en sus estudios un incremento en la oferta crediticia, aunque otros autores como Arce, García-Posada y Mayordomo (2019) dividen sus análisis entre bancos que han visto su actividad perjudicada por los niveles de tipos de interés y los que no se vieron afectados.

Asimismo, autores como Carbó, Cuadros y Rodríguez (2019) señalan los bancos que operan en un entorno de tipos de interés negativos han visto reducir su margen neto de intereses en comparación con bancos que operan en otros países europeos que no han aplicado tipos de interés negativos.

Es por ello que autores como Demiralp, Eisenschmidt y Vlassopoulos (2019) concluyen que los bancos asumen más riesgos al responder al entorno de tipos de interés negativos.

Asimismo, en un reciente estudio, Borio, Burlón, Hofmann y Zakrajšek (2023) señalan que la fuerza del vínculo entre el crecimiento monetario y la inflación depende del régimen de inflación, de modo que la relación es uno a uno cuando la inflación es alta y prácticamente inexistente cuando es baja, de forma que el repunte del crecimiento monetario precedió al estallido de la inflación, mostrando los países con un mayor crecimiento monetario un episodio de inflación notablemente superior, aunque también señalan que la observación de que el crecimiento monetario hoy ayuda a predecir la inflación mañana no conlleva una relación causal.

Bajo este contexto, cuando parecía que la crisis sanitaria estaba superándose, la “vuelta a la normalidad” ha tenido consecuencias inesperadas. En un entorno de menores restricciones, menor incertidumbre y una demanda en auge, las cadenas de suministros globales se vieron tensionadas, mostrándose incapaces de responder al tirón de la demanda derivado del ahorro embalsado acumulado en los meses de confinamiento, desencadenando, en última instancia, un problema de escasez de oferta.

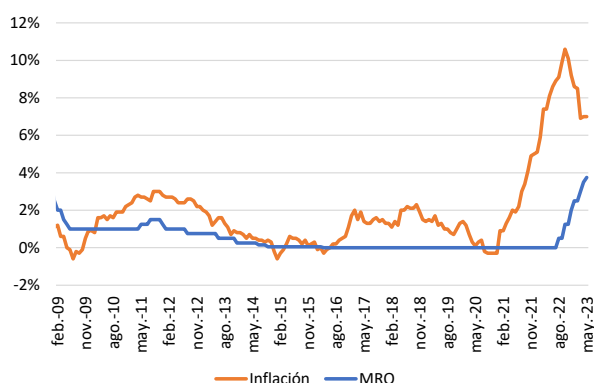
Este hecho, junto con la subida en el precio de la energía durante 2021, motivado, fundamentalmente, por la subida del precio del gas y de los derechos de emisión de CO₂, el carácter especialmente restrictivo de las medidas para frenar la propagación de la COVID-19 en China (política “cero COVID”) y otros de carácter fiscal en algunos países (destacando la implementación de políticas fiscales expansivas en EE.UU.), han provocado un incremento de la inflación desde la segunda mitad del año 2021.

A la postre, el estallido del conflicto entre Rusia y Ucrania añade otro *shock* negativo a la oferta, ahora en la base de las cadenas de producción (vía materias primas, siendo los países beligerantes algunos de los productores principales en el mercado global), que agrava los problemas de inflación y añade más presión a los bancos centrales para una normalización de la Política Monetaria que se está materializando en la mayoría de las instituciones monetarias.

Este escenario de subida de precios supone un nuevo reto para las autoridades monetarias que, si algo han demostrado, es su capacidad de adaptarse y de ser flexibles, diseñando programas idiosincráticos al contexto económico-financiero del momento, tal y como se demostró en 2008-2012, donde el *credit crunch* y la ruptura del mercado interbancario anulaban la eficacia de las políticas monetarias convencionales, lo que supuso el inicio de las políticas no convencionales, con el BCE actuando directamente en el mercado.

De hecho, en el actual contexto inflacionista, la rápida respuesta de las autoridades monetarias (tanto el BCE como los principales bancos centrales del mundo) (gráfico 2), con el incremento de tipos de interés más rápido que se ha observado en las últimas décadas, muestra la importancia del control de la estabilidad de precios a pesar de los riesgos inherentes (Banco de España, 2023).

Gráfico 2: Inflación y tipo de intervención del BCE.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de mercado.

Sin embargo, en un contexto de incrementos de precios, empeoramiento de las perspectivas de crecimiento y en el que el sistema bancario está siendo capaz de canalizar liquidez a hogares y empresas, cabe repensar qué herramientas protagonizarán las decisiones de Política Monetaria en los años venideros teniendo en cuenta que las Políticas Monetarias no convencionales, que comenzaban a considerarse convencionales antes del incremento de la inflación en 2021,

fueron originalmente concebidas para combatir escenarios deflacionistas y de limitaciones en los canales tradicionales de transferencia de la Política Monetaria.

A pesar de la vuelta a condiciones macroeconómicas “normales” (entendiendo que en esta situación los bancos centrales están centrados en la disyuntiva de inflación frente a crecimiento), es complicado pensar que el BCE u otros bancos centrales vayan a, simplemente, abandonar las nuevas herramientas que surgieron años atrás, pero sí parece razonable pensar que las políticas convencionales vuelvan a ganar protagonismo.

Este escenario supondría la vuelta de las políticas monetarias convencionales, que, en el caso del BCE, son la fijación del tipo de referencia de las operaciones principales de refinanciación, la facilidad marginal de crédito, la facilidad de depósito, la manipulación del coeficiente mínimo de reserva y la oferta de liquidez mediante subastas.

Con un mercado interbancario funcionando, este conjunto de programas ha probado ser válido, al menos hasta cierto punto, para alcanzar los objetivos de ruta marcados por la autoridad monetaria.

Conceptos como la célebre regla de Taylor, que desde la Gran Recesión dejó de marcar cualquier tipo de pauta en el diseño de la Política Monetaria (Dunas Capital, 2022) volverían a ser tenidos en cuenta en los debates de Política Económica.

Por lo tanto, el escenario más probable es que nos adentremos en una etapa de coexistencia de estos dos bloques de herramientas (convencionales y no convencionales), dando una mayor flexibilidad al BCE en la toma de medidas.

Además, algunas de las problemáticas derivadas a raíz de la crisis financiera vuelven a surgir, pero reformuladas a la actual situación. La preocupación por la fragmentación financiera (entendida como una diferenciación muy acusada de las condiciones de financiación dentro de la unión monetaria)

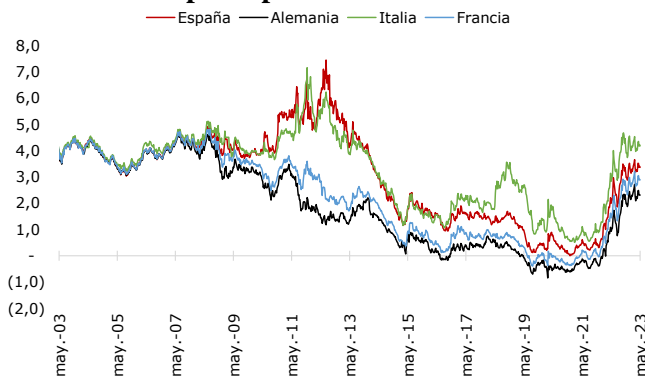
en el seno del consejo del BCE no deja entrever sino la sensibilidad a que un episodio de crisis soberana se repita.

En un contexto de subida de tipos de interés y de retirada de las compras netas de activos, la TIR de los soberanos de la periferia (especialmente, Italia) crecen en mayor medida que en Alemania o Francia (gráfico 3).

Más allá de los fundamentales por lo que los diferenciales soberanos se determinan, es complicado para el BCE asumir que el sector privado dentro de la unión monetaria tenga grandes diferencias en los tipos de financiación, creando costes asimétricos entre los países miembros para una misma Política Monetaria. Políticas como la *Yield Curve Control* (ya sea de manera implícita o explícita) pueden ser objeto central de la Política Monetaria de los próximos años y esto requeriría tanto la utilización de herramientas convencionales como no convencionales.

Es en este contexto en el que la respuesta del BCE ha sido, una vez más, decidida, lo que se puso de manifiesto con el diseño del Instrumento de Protección de la Transmisión como herramienta anti-fragmentación en julio de 2022.

Gráfico 3. Tasa Interna de Retorno (TIR) de los principales bonos soberanos.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de mercado.

Lo que parece seguro es que, si bien se ha vuelto a un contexto de inflación inédito en décadas, el BCE quiere mostrarse como una institución adaptable y ágil, lo cual se demostró en las decisiones del Consejo de Gobierno de julio de 2021 para definir un

cambio del objetivo de inflación situado en el 2% a medio plazo.

Esta modificación tiene varias implicaciones respecto al objetivo anterior, en el que se establecía el *target* de inflación en un nivel cercano, pero por debajo, del 2%. Con la modificación introducida en 2021, el BCE abre la puerta a que la Eurozona experimente situaciones transitorias de inflación superiores al 2% sin que ello implique la implementación automática de políticas monetarias restrictivas, dotando de flexibilidad a la autoridad monetaria.

Es por ello por lo que, ante el actual escenario inflacionista, podemos esperar una Política Monetaria flexible en cuanto a la determinación de los tipos de interés y que cuenta con una batería de programas a disposición de las autoridades nunca antes visto que, si bien han sido diseñados para combatir situaciones anormalmente adversas, no es descartable que su uso siga formando parte de las recetas económicas elaboradas desde Frankfurt en el futuro.

Aun así, nuevas variables entran en juego. Por un lado, existen determinadas dinámicas estructurales de las economías europeas (evolución demográfica, endeudamiento público y privado, o innovaciones tecnológicas) que son esencialmente deflacionistas. Por otro lado, otros factores apuntan hacia un entorno con una inflación superior objetivo, como consecuencia de los procesos de reindustrialización europea (y una Política Fiscal orientada a este objetivo) o de los incrementos de precios asociados a la transición ecológica y los objetivos de descarbonización europea, que conllevan de forma natural un incremento de precios procedentes de las materias primas que protagonizan dicha transición.

Dependiendo del nuevo orden al que se encamine la economía europea, se fraguará la Política Monetaria de los próximos años, determinándose la tipología de herramientas a utilizar para conseguir sus objetivos.

Referencias bibliográficas

- Aguilar, P. et al (2020): “La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid 19”. Documentos Ocasionales del Banco de España, 2026.
- Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M y Holton, S. (2019): “Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms”. ECB Working paper Series 2289/June 2019.
- Arce, Ó (2019): “ECB Monetary Policy: Past, present and future. XV Meeting of Monetary Policy Managers. CEMLA-BCRD”, Santo Domingo, República Dominicana.
- Arce, Ó. García-Posada, M. y Mayordomo, S. (2019): “Ajustes de las políticas crediticias en un contexto de tipos de interés negativo”. Artículos Analíticos del Boletín Económico 1/2019 del Banco de España.
- Banco de España (2023): Informe Anual 2022.
- Betz, F., y De Santis, R. A. (2019): “ECB corporate QE and the loan supply to bank-dependent firms”. ECB Working paper Series 2314/September 2019.
- Borio, C., Hofmann, B. & Zakrajšek, E. (2023): “Does money growth help explain the recent inflation surge?”. BIS Bulletin, No. 67.
- Carbó, S., Cuadros, P., y Rodríguez, F. (2019): “Intermediation below zero: The effects of negative interest rates on banks’ performance and lending”. FUNCAS. Noviembre.
- De Santis, R.A., y Zaghini, A. (2019): “Unconventional monetary policy and corporate bond issuance”. ECB Working paper Series 2329/November.
- Demiralp, S., Eisenschmidt, J. & Vlassopoulos, T. (2019): “Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks’ reaction to unconventional monetary policy in the euro area”. ECB Working paper Series 2283/May.
- Dunas Capital (2022): “Dónde está el tipo de interés de equilibrio del BCE”. Nota de Análisis.
- García Posada, M. (2019): “El impacto de las TLTRO en las políticas de crédito bancario: el papel de la competencia”. Artículos Analíticos del Boletín Económico 2/2019 del Banco de España.
- Lacalle, D. (2018): “Are the Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Markets Causing Bubbles?”. Journal of Business Accounting and Finance Perspectives.