

ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO DE LAS MEDIDAS NO-CONVENCIONALES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Economic Analysis of the Legal Framework for Non-Conventional Instruments by the European Central Bank

RESUMEN

Las medidas no convencionales adoptadas por los bancos centrales resultan de gran relevancia en el marco de la política económica actual. Estas, se emplean cuando las medidas convencionales denotan ineficacia a la hora de estimular o estabilizar la economía, e influyen sobre las tasas de interés, la inflación y la actividad económica. Esta hipótesis se probará a través del análisis cuantitativo (datos macroeconómicos, análisis de series temporales...) y a través de diferentes escuelas y teorías económicas, así como se analizarán sus posibles problemas a largo plazo. Se espera que las conclusiones de este análisis demuestren que las medidas no convencionales implementadas por los bancos centrales tienen el potencial de influir en la economía, en especial en épocas de crisis económica. Se anticipa que la “Quantitative Easing” dotará de una mayor liquidez al sistema financiero y reducirá las tasas de interés a largo plazo. A su vez, se valorarán los posibles efectos secundarios, como los riesgos financieros, distorsiones de precios o formación de burbujas de activos.

Palabras clave: política monetaria, Banco Central Europeo, tipos de interés oficiales, inflación, QE.

ABSTRACT

This study delves into the significance and effectiveness of unconventional monetary policy measures adopted by central banks within the current economic policy framework. These measures are employed when conventional tools prove inefficient in stimulating or stabilizing the economy, influencing interest rates, inflation, and economic activity. The hypothesis will be tested through quantitative analysis, encompassing macroeconomic data and time series analysis, and examining various economic schools and theories. Additionally, potential long-term problems associated with these measures will be explored. The expected conclusions of this analysis aim to demonstrate that unconventional measures implemented by central banks have the potential to significantly impact the economy, particularly during economic crises. It is anticipated that “Quantitative Easing” will provide increased liquidity to the financial system and lower long-term interest rates. Furthermore, the study will assess potential side effects, such as income inequality, financial risks, price distortions, or the formation of asset bubbles. This research underscores the critical importance of unconventional monetary policies in contemporary economic discourse while scrutinizing their long-term implications.

Key-words: policy monetary, European Central Bank, Official Interest Rates, inflation, QE.

1. Introducción

¿Hasta qué punto las medidas convencionales y no-convencionales del Banco Central Europeo han logrado mantener la estabilidad económica y financiera en la Eurozona, especialmente en períodos de crisis como la Gran Recesión de 2008 o la reciente pandemia de COVID-19? (Huerta de Soto et al, 2021; Alonso et al, 2023a-b; Sánchez-Bayón y Castro-Oliva, 2022). Se contextualiza la materia clarificando que el Banco Central Europeo (BCE) está comprendido dentro del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) junto con el resto de los bancos centrales nacionales de la Unión Europea, como, por ejemplo, el Banco de España, el Banco de Italia o el Banco de Francia, entre otros (Rakić, 2023). Cada banco central nacional, opera dentro de su país y trabaja en coordinación con el Banco Central Europeo para responsabilizarse de la Política Monetaria en la Eurozona, garantizando la cohesión y la estabilidad de la unión.

El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) es la estabilidad de precios, como bien se refleja en el artículo 127, apartado 1, del TFUE, 2010. Este, actuará en consonancia al principio de economía de mercado abierto y de libre competencia, con su correspondiente asignación eficiente de recursos y con arreglo a los principios expuestos en el artículo 119, de precios estables, finanzas públicas y condiciones monetarias sólidas y balanza de pagos estable.

Entre las diversas funciones del SEBC se encuentra la de definir y ejecutar la política monetaria de la UE (art. 127.2 TFUE) para la cual lleva a cabo las medidas convencionales, comúnmente conocidas, y otras medidas, no-convencionales.

En lo que tiene que ver con las políticas no-convencionales, han resultado objeto de debate, puesto a que el art. 123 TFUE, prohíbe expresamente al BCE y a los bancos centrales nacionales financiar el déficit de los gobiernos de los Estados miembros, incluyéndose por tanto la compra de deuda gubernamental, y, sin embargo, con posterioridad se verá que se ha realizado, de manera indirecta a través de mercados secundarios para eludir la prohibición de la norma. La expansión cuantitativa, por ejemplo, se ha empleado bajo la justificación de mantener la estabilidad de precios en la unión.

Los instrumentos tradicionales, o bien mencionados como medidas convencionales, se emplean para cumplir con los objetivos principales como el control de la inflación, el mantenimiento de la estabilidad financiera y la supervisión del sistema bancario (BCE, 2002).

La tasa de interés de referencia de la Eurozona es uno de los instrumentos tradicionales empleados en el marco de la política económica por del BCE. A través de esta tasa, se determina el coste para los bancos comerciales de tomar crédito prestado del BCE. A su vez, también establece la tasa de interés de depósito, que es la tasa que paga a los bancos por mantener sus reservas en el BCE.

Otra de las medidas convencionales es la de las operaciones de mercado abierto, para restar o sumarle liquidez al sistema, a través de la compra o la venta de bonos y otros activos financieros en el mercado secundario. Las regulares inyectan liquidez a una semana (OPF) con tipos de interés a corto plazo, y las conocidas como operaciones de financiación a plazo más largo (OFPLM) inyectan liquidez a tres meses, con financiación más a largo plazo (BCE, 2004). Podemos mencionar también las operaciones de ajuste y estructurales. Las primeras adaptarán la posición estructural del sistema del euro frente al sector financiero de forma permanente, y las segundas tratarán de suavizar los efectos sobre los tipos de interés.

Con ánimo de restringir o incentivar el volumen de préstamos ejecutados por parte de los bancos comerciales y los bancos centrales nacionales, el BCE, puede alterar el coeficiente de reservas mínimas que estos deben mantener en su cuenta con el BCE (artículo 19, apartado 1, del Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo) (BCE, 2001).

El impacto de las medidas convencionales puede influir a la economía en su conjunto, ya que los tipos de interés afectan, entre otras cosas, al coste de financiación de empresas y particulares (hipotecas, créditos...) Aparte, las expectativas de subidas o bajadas de tipos (política *Dovish/Hawkish* o *palomas-halcones*) influyen en mercados bursátiles en el corto y medio plazo, etc.

La intervención en el mercado de divisas por parte del BCE no es una medida muy cotidiana, pero puede darse para estabilizar el valor del euro frente a otras monedas.

Al igual que existen medidas convencionales, también han sido muy sonantes las no-convencionales para tratar de lograr los objetivos de la Eurozona, como por ejemplo los programas de adquisición de activos, de flexibilización cuantitativa o "*Quantitative Easing*"¹ (*QE*). Este está compuesto por cuatro programas: el de compra de bonos corporativos (CSPP), el de valores del sector público, el programa de adquisición de bonos de titulación de activos (ABSPP) y el CBPP3. Estos programas de *QE* han sido implementados para inyectar liquidez en los mercados financieros y reducir las tasas de interés a largo plazo, con el objetivo de estimular la economía y combatir la deflación.

Las operaciones monetarias de compraventa en los mercados secundarios de deuda soberana se realizan para preservar una transmisión adecuada y el carácter único de su política monetaria.

Otra medida no convencional dirigida al apoyo de la transmisión efectiva de la política monetaria es el Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI), anunciado en julio de 2022, con el fin de adquirir de manera selectiva en los mercados secundarios de valores emitidos en regiones donde las condiciones de financiación se deterioran sin una justificación basada en los fundamentos específicos de cada país. Así, trata de mitigar los riesgos que puedan afectar al mecanismo de transmisión de manera apropiada.

¹ Quantitative Easing, en realidad, es una traducción del término japonés *ryōteki kinyū kanwa* (量的金融緩和) (Werner & Richard, 2011).

Las operaciones de mercado abierto a largo plazo (OFPML), son consideradas medidas no convencionales. Se destinan a incrementar el crédito bancario concedido a las entidades de crédito de la Eurozona. Posteriormente, evolucionaron a las OFPML II y a las OFPML III, en periodos siguientes.

En el marco de las medidas no convencionales, cabe mencionar las medidas de orientación futura o “*Forward Guidance*”. A través del anuncio de mantener las tasas de interés bajas por un tiempo prolongado o hasta el cumplimiento de determinados objetivos, por parte de los bancos centrales, pueden solicitar orientación sobre su política futura.

El BCE, puede optar por la compra de bonos a largo plazo o la venta de bonos a corto plazo para controlar la curva de rendimiento, de ese modo influye en las tasas de interés a diferentes plazos.

Si se observan las medidas impuestas por el BCE, a lo largo del tiempo, se advierte que con anterioridad a la crisis del 2008 el BCE, seguía una política monetaria convencional, basada en perturbaciones del tipo de interés, para mantener la estabilidad de precios en la economía de la Unión.

Con la continuación de la crisis, el aumento de las tensiones y el cierre de numerosas empresas, el BCE debe cambiar su rumbo y se adapta a la nueva situación con la implementación de medidas no-convencionales. Desplaza su voluntad de alterar los tipos de interés, por tomar otras medidas, como son los programas de compra de activos iniciados en 2009, donde se incluye el de compra de bonos garantizados (julio 2009-junio 2010), el Programa para Mercados de Valores (SPM) (may. 2010-sep. 2012) y el CBPP2 (nov. 2011-oct. 2012). En junio de 2014, el BCE anuncio las operaciones de financiación más a largo plazo (TLTROs) que posteriormente evolucionaron a las TLTROs II (mar. 2016-dic. 2018) y III (jun. 2020-jun. 2022). En 2014, también anuncio el CBPP3, hasta el 19 de diciembre de 2018. Se aprobó la compra de valores respaldados por los activos APP (nov. 2014-dic. 2018). Se introduce el programa de compras del sector público (PSPP) (mar. 2015-dic. 2018). Con la crisis del COVID-19, las medidas no fueron suficientes y se produjo la creación del programa de Compras de Emergencia en respuesta a la pandemia (PEPP) y la introducción de once operaciones de refinanciación a largo plazo de emergencia por pandemia.

Todas estas medidas se fueron adaptando con el fin de lograr el objetivo del BCE, de inflación del 2%.

En relación con los efectos del QE, en el corto plazo, pueden servir para estimular el crecimiento económico, aumentar la liquidez y de ese modo reducir las tasas de interés, pero en el largo plazo, sin embargo, puede surgir una dependencia a estos estímulos artificiales del BCE. Cuando las medidas de expansión cuantitativa se reducen o incluso se eliminan, la economía puede experimentar grandes dificultades para mantener niveles de crecimiento similares sin las inyecciones, lo que podría producir la desaceleración de la economía. A su vez, el empleo prolongado del QE, puede distorsionar los mercados financieros, inflando precio de ciertos activos, aumentando el riesgo de burbujas financieras y la volatilidad del mercado. Asimismo, su mantenimiento continuado podría llevar a expectativas de inflación descontroladas, o limitar la efectividad de otras herramientas de política monetaria. Por ejemplo, acostumbrando a los mercados a una alta liquidez y a bajas tasas de interés, otras medidas como las operaciones de refinanciación a largo plazo o las intervenciones en el mercado de divisas podrían verse afectadas en términos de su impacto percibido y real. Por lo que su eficacia a corto plazo podría notarse, pero la estabilidad económica a largo plazo podría sufrir riesgos. Por tanto, la eficiencia del QE a largo plazo es discutible. La expansión cuantitativa aumenta la liquidez del mercado, y si esta liquidez se traduce en una expansión crediticia sin una correspondiente base de ahorro, puede conducir a una inflación más alta. Esto es debido a que el aumento de la oferta de dinero no se acompaña de un crecimiento equivalente en bienes y servicios, lo que puede aumentar los precios. Si se realiza un análisis del coste-beneficio de esta herramienta, no solo se trata de incluir los resultados a corto plazo, si no también de evaluar los riesgos y consecuencias a largo plazo (posible: aumento de la inflación, creación de burbujas de activos, distorsión de incentivos para el ahorro y la inversión).

El objetivo de la investigación es analizar las políticas monetarias convencionales y no-convencionales llevadas a cabo por el Banco Central Europeo, ofreciendo un especial énfasis en las no-convencionales, para determinar su eficacia o no eficacia, y su eficiencia o no eficiencia tanto a corto como a largo plazo.

2. Marcos teóricos y metodológicos

En relación con el marco teórico, se valoran las escuelas que fundamentan el estudio (revisándose las relaciones ortodoxia-heterodoxia, Sánchez-Bayón, 2024; Sánchez-Bayón et al, 2023), como son: a) las intervencionistas (el dinero, en última instancia es del emisor, o sea el Estado, y por ello se ve obligado a actuar para preservarlo o ayudar en la economía), tipo la Teoría Monetaria Moderna-MMT (parte de la Escuela de Chicago y de los neokeynesianos) y los MIT boys (neo y post-keynesianos); b) los liberales (el dinero es propiedad de quien lo gana lícitamente, pudiendo disponer de él cuando guste y esperando mantenga su reserva de valor), tipo la Escuela Austriaca, los Anarco-capitalistas, los Neoinstitucionalistas (Law & Economics, Public Choice, Constitutional Economics, et al.), etc. (Sánchez-Bayón, 2020, 2021a-b y 2022a-d; Sánchez-Bayón et al, 2022). Este estudio parte de la consulta de diversas bases y repositorios científico-académicos (v.g. JCR & WoS, Scopus & ScienceDirect, *Alt-metrics* –Academia, ResearchGate, Semantic Scholar, etc.-, Latindex, Dialnet, IDEAS-RePec), pero especialmente, de la producción de GESCE-URJC sobre el diálogo entre escuelas económicas en cuestiones monetarias y ciclos (Alonso et al, 2023a-c; Bagus et al, 2021 y 2023; Huerta de Soto et al, 2021; Sánchez-Bayón et al, 2022 y 2023).

Respecto al marco metodológico, se realizará un análisis temporal de las políticas convencionales y no convencionales desde 1999 hasta la actualidad, observando todas las herramientas y analizando su eficacia y eficiencia, así como las posibles críticas existentes respecto a ellas, y los efectos que han causado en la economía, incluyendo sus impactos en los mercados financieros y en la economía en general. El análisis empleado será principalmente cuantitativo, basado en datos y estadísticas ofrecidas por fuentes primarias, como el BCE, de cada uno de sus programas, y se incluirán otras fuentes secundarias de análisis de expertos sobre la materia. A su vez, a través del análisis cualitativo, se examinarán las principales actuaciones en el campo de la política monetaria y sus instrumentos.

Principalmente, la fuente de datos protagonista es la del BCE, de donde se extraen los datos relativos a los tipos de interés, niveles de inflación y de las cuantías destinadas a los programas a estudiar, necesarios para realizar el estudio empírico.

3. Resultados histórico-comparados de las medidas del Banco Central Europeo

Es en la tercera fase de Unión Económica y Monetaria (1999), cuando el Banco Central Europeo se comenzó a responsabilizar de llevar a cabo la instrumentación de la política monetaria de la zona del euro (BCE, s.f.). Por entonces, ya se había dado la estabilidad de precios en la Eurozona y los países cumplían los criterios de convergencia recogidos en el Tratado de Maastricht, es decir, tener tasas de interés sostenibles, controlar la inflación y la deuda pública.

Para actuar en consonancia con el objetivo de estabilidad de precios, el BCE estableció tipos de interés en niveles bajos desde el principio. En diciembre de 1998, el BCE fijó el tipo de interés mínimo en las pujas de las Operaciones de Política Financiera (OPF) en un 3%. Además, estableció el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 4,5% y el de la facilidad de depósito en el 2%. El coeficiente de caja se mantuvo en un 2% durante el periodo completo de 1999 al 2008. Estos tipos de interés se mantuvieron relativamente estables durante este período.

Con el inicio de la nueva década de produjeron subidas progresivas del tipo de interés mínimo en las pujas de las Operaciones de Política Financiera (OPF) hasta finalizar el año en un 4,75%. Así mismo, también incrementaron los tipos de interés de facilidad marginal de crédito y de depósito. Estos aumentos de los tipos vinieron demandados por las presiones inflacionistas observadas en ese periodo de expansión económica y monetaria y con la depreciación del euro frente al dólar en el mercado de divisas.

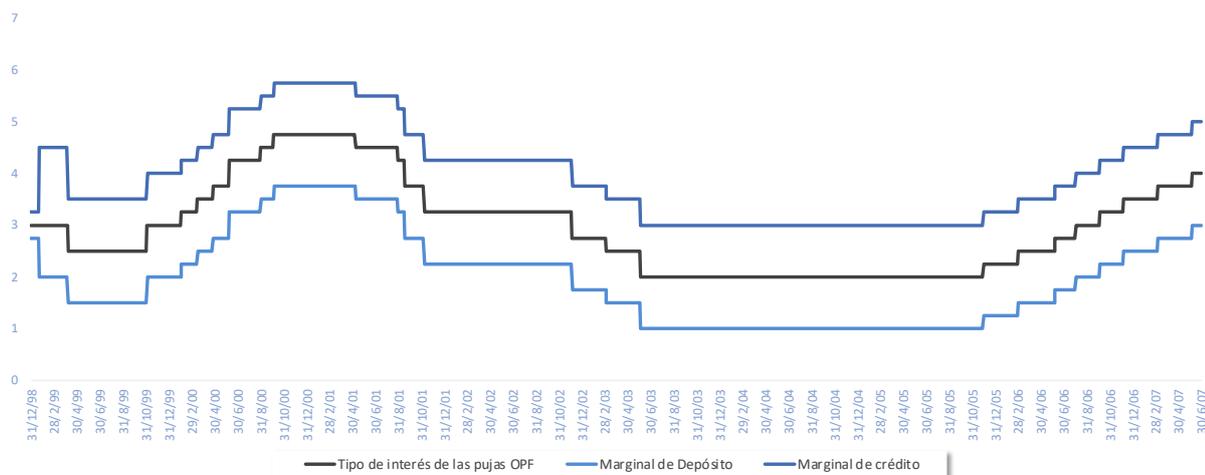
El inicio del periodo de 2001 al 2003, vino marcado por la reducción de las expectativas de crecimiento económico a consecuencia de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 en Nueva York, que a su vez provocaron la aversión de los inversores, que provocó que eligieran activos más líquidos y seguros. En respuesta, el BCE, consideró reducir los tipos oficiales en 275 puntos básicos, hasta situar el tipo mínimo de las Operaciones de Política Financiera y por su lado, el de la facilidad marginal de crédito y el de depósito en un 2%, 3,5% y 1%, respectivamente.

En los años 2003 y 2004, no hubo repuntes de inflación, a pesar de que tenía en su contra el aumento de los precios de la energía y de las materias primas y del incremento de los impuestos indirecto. Por tanto, el BCE, no alteró los tipos de interés oficiales. En el 2005, se produjo una desaceleración en el crecimiento de la Eurozona disminuyendo del 2,0% al 1,3%. Con el cierre de 2005 con una tasa inflacionaria de un 1,9%,

se cumple por tanto el objetivo de la zona euro de mantenerla por debajo de un 2%. Tras dos años de no alterar los tipos de interés, el BCE insta por modificarlos al alza, como respuesta al aumento en el precio del petróleo, por el aumento de la liquidez y por las mejores expectativas de crecimiento futuro. En la parcela de las divisas, el eurodólar se apreció sólo un 0,1% a lo largo del 2005, frente a la apreciación de un 9,9% que experimentó en el 2004.

Hasta el 2008, se aumentan los tipos en un 2,25% hasta situar el tipo mínimo de las OPF en un 4,25%, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 5,25% y el de la facilidad marginal de depósito en el 3,25%. Estos aumentos en las tasas de interés oficial fueron implementados en respuesta a las preocupaciones sobre la inflación y la expansión económica en la zona euro. Se produjo un cambio en el período de mantenimiento, que, a partir de ahora, comenzaría el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF). Esto quiere decir, que los bancos debían asegurarse de cumplir con los requisitos de reservas mínimas durante todo el período de mantenimiento, que se iniciaba cuando se realizaba una OPF. Lo anterior, podría tener implicaciones en la gestión de liquidez de los bancos y en su relación con el BCE.

Gráfico 1.1. Tasas de interés en el periodo de 1999 a 2007.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo (2004).

La crisis financiera de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, fue un colapso global en los mercados financieros que trascendió en una recesión económica de carácter mundial. Fue desatada por la burbuja inmobiliaria y la crisis de hipotecas de alto riesgo (“*subprime*”) en Estados Unidos, y se propagó de manera rápida internacionalmente debido a la interconexión financiera. La complejidad de la eurozona, con economías heterogéneas, contribuyó a una doble recesión en la Unión Europea. La crisis financiera de las *subprime* en EE. UU. y la crisis de deuda pública impactaron a la eurozona. La especulación y la preocupación por la solvencia de economías periféricas generaron inestabilidad en los mercados financieros globales. La crisis llevó a tomar una serie de medidas de rescate gubernamentales y cambios regulatorios significativos en el sector financiero. Esta gran inestabilidad, llevó al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo a comenzar a tomar nuevas medidas, en este caso, de carácter no-convencional, de manera simultánea a la reducción de los tipos de interés oficiales, con ánimos de asegurar la estabilidad de precios. Las medidas no convencionales realizadas hasta junio del 2014 se centran en subsanar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En cuanto a las medidas convencionales llevadas a cabo tras el desencadenamiento de la crisis se sitúan la reducción de los tipos de interés a niveles históricamente bajos. Se cerraba el 2008, con un 2,5% para el mínimo en las pujas de las OPF, un 3% para el tipo de interés de facilidad marginal del crédito y para el depósito un 2%.

Hasta el 2011 el coeficiente de reservas mínimo se mantuvo en un 2%.

En relación con las medidas no-convencionales, a partir de 2009 se llevaron a cabo programas de compra de activos (*¿Qué son los programas de compras de activos?, s.f.*). En primer lugar, se ejecutó el programa de Compra de Bonos Cubiertos (CBPP1) el 2 de julio de 2009, finalizando el 30 de junio de 2010, tras alcanzar una cantidad nominal de 60 000 millones de euros (ECB/2009/16, 2009). Los bonos adquiridos

se encontraban respaldados por activos como hipotecas y préstamos bancarios. Paralelamente, el tipo mínimo de las pujas comenzó 2009 en un 2% y continuó con descensos progresivos, cerrando el año en un 1%, y se mantuvo constante hasta marzo de 2011. Por su lado, el tipo de interés de facilidad marginal del crédito de mayo de 2009 hasta marzo de 2011 permaneció fijo en un 1,75%, mientras que el tipo de interés de facilidad marginal de depósito, en ese mismo periodo fue de un 0,25%.

Continuando cronológicamente con las medidas no-convencionales, de mayo de 2010, hasta septiembre de 2012, se puso en marcha el Programa de Mercado de Valores (SPM), para atajar las tensiones del mercado que actuaban como una traba en el mecanismo de transmisión de la política monetaria (BCE, s.f.). A fin de mantener inalteradas las condiciones de liquidez, el Eurosistema procedió a retirar la liquidez suministrada a través del SMP a través de operaciones semanales de absorción de liquidez hasta junio de 2014.

En noviembre de 2011, nació el segundo programa de compra de bonos cubiertos (el CBPP2), por un importe nominal de 40 000 millones de euros, distribuidos en la Eurozona y cuya realización es a través de compras directas en el mercado primario y secundario (BCE/2011/17 de 3 de noviembre de 2011). El programa finalizó en su fecha prevista: el 31 de octubre de 2012.

Las medidas convencionales llevadas a cabo de manera paralela fueron la de aumentar el tipo mínimo de las pujas en abril de 2011, al 1,25%, y en julio al 1,5%, con su posterior descenso en noviembre, finalizando 2011 en un 1%. El tipo de interés de facilidad marginal del crédito también aumentó en los mismos meses: abril (2%) y julio (2,25%) y descendió en los mismos: noviembre (2%) y diciembre (1,75%). Lo mismo para el tipo de interés de facilidad marginal de depósito: abril (0,5%), julio (0,75%), noviembre (0,5%) y diciembre (0,25%).

En enero de 2012, el coeficiente de reservas mínimas se redujo del 2% al 1%, manteniéndose invariable hasta la actualidad. En julio de 2012, se producen cambios descendentes de los tipos hasta final de año: el tipo mínimo de las pujas OPF (0,75%), el de facilidad marginal del crédito (1,5%) y de facilidad marginal de depósito (0%).

El Consejo del BCE anunció en agosto de 2012, la oportunidad de ejecutar operaciones monetarias de contraventa (OMC) en los mercados secundarios de deuda soberana para preservar una cesión adecuada y el carácter único de la política monetaria. Estas operaciones se idearon originalmente para estar vinculadas a un programa de ajuste macroeconómico o un programa de precaución del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) / Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM). A pesar de que las OMT nunca se han utilizado desde su anuncio, todavía permanecen como parte de las herramientas disponibles del BCE.

Desde julio de 2013, el BCE, ha proporcionado orientación anticipada sobre su futura política de tipos de interés y compras de activos (*forward guidance*). Esto representa un cambio significativo en su estrategia de comunicación, ya que implica informar no solo sobre la evaluación actual de las condiciones económicas y los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, sino también sobre cómo esta evaluación afectará a la dirección futura de su política monetaria. Con estas comunicaciones el BCE espera una respuesta por parte de los bancos centrales. De ese modo, con el anuncio de los descensos en los tipos, los bancos centrales reducirán sus propios tipos de interés, al conocer la posibilidad de obtener financiación más barata.

El comportamiento de los tipos en 2013 se caracterizó por dos descensos en el mínimo de las pujas de las OPF, mayo (0,5%) y noviembre (0,25%) y en el de facilidad marginal del crédito, mayo (1%) y noviembre (0,75%). El tipo de interés de facilidad marginal de depósito se mantuvo en un 0% todo el 2013.

En 2014, se produjeron dos descensos en el tipo mínimo de las pujas de las OPF (0,15% en junio y 0,05% en septiembre) y en el tipo de facilidad marginal del crédito (0,40% en junio y 0,30% en septiembre).

Las medidas de carácter no convencional hasta el momento resultaron ineficientes ya que las bajadas de los tipos de interés y las inyecciones de liquidez no paliaban las tensiones en los mercados y en respuesta el BCE consideró la toma de nuevas medidas.

En junio de 2014, fue cuando el BCE, implementó los tipos negativos de facilidad marginal de depósito con ansias de mejorar la efectividad de la política monetaria a la economía real y de elevar la inflación. Como esta estaba menguando y había preocupaciones por la desaceleración del crecimiento económico, el BCE buscaba adoptar políticas expansivas para tratar de elevar la inflación hacia su objetivo.

Esto implicaba reducir las tasas de interés y, en algunos casos, la compra de activos financieros para inyectar liquidez en los mercados y reducir las tasas de interés a largo plazo.

La primera tasa de interés negativa para las facilidades de depósito se dio en junio de 2014 y fue del -0,10%, continuando a la baja en septiembre (-0,20%). Con esta medida el BCE busca desalentar a las entidades de crédito a depositar su dinero en el banco central, fomentando en su lugar que lo utilicen para proporcionar crédito a empresas y familias. Por esta razón, también comenzó a aplicar la misma tasa negativa a las reservas excedentes que los bancos mantienen en el BCE por encima de los requisitos mínimos.

De manera paralela, en junio de 2014, el BCE anunció las operaciones de refinanciación más a largo plazo (OFPML o TLTROs) como respuesta a la situación económica y financiera en la zona del euro en ese momento, para tratar de fomentar el flujo de crédito de los bancos hacia la economía real, con ánimos de incentivar la inversión y el gasto, para elevar la inflación y buscando fortalecer la estabilidad financiera en la Eurozona. Las TLTROs, inicialmente se diseñaron para dos años e iban a consistir en ocho inyecciones de capital trimestrales a tipos de interés mínimos (sep. 2014 un 0,25%, en 2015 un 0,05% y 2016 un 0%).

Entre el 20 de octubre de 2014 y el 19 de diciembre de 2018 se incluyó el CBPP3, es decir, el tercer programa de compra de bonos garantizados y se realizaron en ese marco temporal las primeras compras netas de bonos garantizados (BCE/2014/40 de 15 de octubre de 2014).

Otra medida de carácter no convencional aprobada a continuación, fue la de la compra de valores respaldados por activos (APP), entre el 21 de noviembre de 2014 y el 19 de diciembre de 2018 (Decisión BCE/2014/45 de 19 de noviembre de 2014).

Revisando las medidas convencionales de 2015, se mantuvo en un 0,05% el tipo mínimo de las pujas de las OPF se mantuvo en un 0,05%. El tipo de interés marginal de las facilidades de crédito en un 0,3%, y el de depósito en diciembre de 2015 se reduce de un -0,2% a un -0,3%.

Desde marzo de 2015, el BCE ha desarrollado un programa flexibilización cuantitativa o Quantitative Easing (QE), con el objetivo de inflar la economía con una idea bastante similar a la adquirida por la Reserva Federal de EE. UU. Con ello buscaba continuar con el flujo de la economía y estimularla.

Entre el 9 de marzo de 2015 y el 19 de diciembre de 2018, el BCE ejecutó compras netas de valores del sector público en el marco del programa de compras del sector público (PSPP) (Decisión BCE/2015/10 de 4 de marzo de 2015).

En marzo de 2016, se lanzaron las TLTROs II (Operaciones de Refinanciamiento a Plazo Largo y Objetivos Específicos II). En esta ocasión, estas operaciones tenían un plazo de vencimiento de hasta cuatro años. La introducción de objetivos específicos tenía como finalidad evitar que las instituciones financieras obtuvieran fondos para invertir en bonos del gobierno o simplemente depositarlos en el BCE, en lugar de utilizar esos recursos para otorgar préstamos al sector privado de la economía, que incluye a hogares y empresas.

Dos meses después del lanzamiento de las TLTROs II, tras la Decisión BCE/2016/16 de 1 de junio de 2016, se comenzó el programa de compras netas de bonos del sector corporativo (CSPP), firmado hasta diciembre de 2018. Consistía en la compra de bonos corporativos de empresas de la Eurozona y cuyo objetivo era mejorar las condiciones de financiación para las empresas y estimular la inversión.

Las medidas de carácter convencional en 2016 fueron la continuación con la tendencia a la baja de los tipos en el mes de marzo. El tipo mínimo de las pujas de las OPF, 0%. El tipo de interés marginal de las facilidades de crédito en un 0,25%, y el de depósito -0,4%, medidas que se mantuvieron hasta final de 2018.

En 2017 se produjo la reducción de compras de activos hasta 60 000 millones de euros y en el año siguiente hasta 15 000 millones de euros.

En relación con la reinversión de activos íntegra, el BCE anunció en la reunión del Consejo de Gobierno en diciembre de 2018 su intención de continuar esta política "durante un período de tiempo extendido" después de la eventual primera alza de las tasas de interés, creando así una conexión entre ambas medidas que se ha denominado "orientación encadenada" (*chained forward guidance*).

Respecto a la política convencional del 2019, se produjo el mantenimiento del tipo mínimo de las pujas de las OPF (0%) y del tipo de interés marginal de las facilidades de crédito (0,25%), en su valor anterior, y el descenso del tipo de interés marginal de las facilidades de depósito hasta el -0,5% en

septiembre. Estos valores se mantuvieron hasta julio de 2022. La bajada del tipo de interés marginal de las facilidades de depósito se tomó para alentar a los bancos a no mantener grandes cantidades de dinero en sus cuentas en el BCE y, en su lugar, a prestar o invertir esos fondos en la economía real. Al establecer un tipo de interés negativo, el BCE básicamente cobra a los bancos por mantener sus excedentes de efectivo en el banco central, lo que crea un incentivo para que los bancos utilicen esos recursos en actividades económicas productivas.

En marzo de 2019 se anunciaron las TLTRO III y se comenzaron a aplicar en junio de ese mismo año. Se sitúan como la continuación de las TLTRO II y estaban diseñadas para proporcionar financiamiento a largo plazo a tasas de interés favorables a los bancos de la zona del euro con el objetivo de fomentar la concesión de crédito a empresas y hogares.

El Eurosistema únicamente reinvertió los pagos de los valores con vencimiento mantenidos en las carteras CBPP3, ABSPP y CSPP, de enero a octubre de 2019. Estas compras se iniciaron de nuevo del 1 de noviembre de 2019 hasta finales de junio de 2022.

En 2020, con la llegada del COVID-19, el BCE tuvo que reaccionar de manera “ambiciosa, coordinada y urgente de las políticas en todos los frentes para apoyar a los hogares y empresas en riesgo” como indicó Christine Lagarde en su comunicado del 19 de marzo de 2020 (*Our response to the coronavirus emergency*, 2020).

Como resultado, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) anunció el miércoles un nuevo Programa de Compras de Emergencia en respuesta a la pandemia (PEPP), con un monto de 750 000 millones de euros hasta fin de año, además de los 120 000 millones de euros acordados el 12 de marzo (ECB/2020/17 de 24 de marzo de 2020) (BCE, 2020). En total, esto representa el 7,3% del Producto Interno Bruto (PIB) de la zona del euro. Además, se sumaron 600 000 millones de euros el 4 de junio de 2020 y en 500 000 millones de euros el 10 de diciembre, (total 1.850 millones de euros). En diciembre de 2021, el Consejo del BCE, acordó frenar el PEPP a finales de marzo 2022, manteniéndose los pagos de capital vencidos reinvertidos hasta al menos finales de 2024.

Se produjo la adaptación de las TLTRO III y su aplicación desde el 20 de junio de 2020 hasta el 23 de junio de 2022 como parte de la política monetaria del BCE, en respuesta a la pandemia de COVID-19 y sus efectos económicos (PELTRO). Entre las medidas se encuentra que los bancos pueden obtener financiación del BCE al -1% (tipo de interés 0,5 puntos porcentuales inferior al tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito), para favorecer la cesión de crédito a familias y empresas.

En 2021, el BCE ofreció condiciones favorables en las TLTRO tratando de incentivar a los bancos a prestar dinero a empresas y hogares.

El 2022 se enmarca en un escenario cuyo protagonista ha sido la inflación (J.P. Morgan, 2022). En julio de 2022, la inflación estaba en un 8,9% y la perspectiva de mejora no era optimista. Con el objetivo de devolver la inflación al 2%, se tomaron medidas de carácter convencional agresivas. El 27 de julio de 2022 se produce una subida de tipos de 50 puntos básicos, quedando el tipo mínimo de las pujas OPF en un 0,5, el tipo de facilidad marginal del crédito en un 0,75% y el tipo de facilidad marginal del depósito en un 0%. En cuestión de mes y medio (sep. 2022) se produce otra subida agresiva de 75 puntos básicos, quedando el tipo mínimo de las pujas OPF en un 1,25%, el de facilidad del crédito en un 1,5% y el de depósito sube a 0,75%, después de permanecer en valores negativos y 0% durante 10 años.

En lo que a las carteras CBPP3, ABSPP y CSPP respecta, entre julio de 2022 y febrero del 2023, se produjo la reinversión de los pagos de los valores que vencían. A partir de marzo de 2023, solo reinvertió los pagos principales de los valores que vencen y en julio de 2023, el Eurosistema suspendió las reinversiones. De marzo a junio de 2023, las carteras del programa de adquisiciones de activos se redujeron en 15 000 millones de euros, en un proceso conocido como "endurecimiento cuantitativo". En su punto máximo en 2022 y 2023, el Eurosistema tenía en su posesión más de 3,2 billones de euros en activos como parte del programa de adquisiciones de activos.

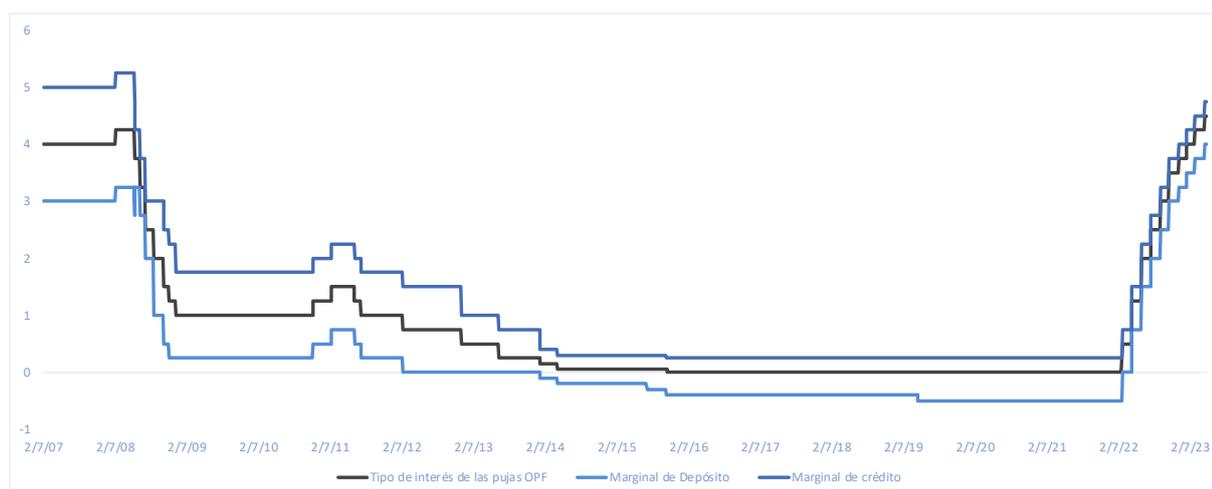
El 21 de diciembre todos los tipos experimentan una nueva subida de 50 puntos básicos y experimentan otras dos subidas más de 50 puntos básicos hasta el 22 de marzo de 2023, situándose en un 3,50% el tipo mínimo de las pujas OPF, en un 3,75% el tipo de interés marginal de las facilidades de crédito y el de depósito en un 3%. A partir de mayo de producen cuatro subidas de 25 puntos básicos en: mayo, junio, agosto y el 20 de septiembre, llegando en esa fecha al 4,5% el tipo mínimo de las pujas OPF, al 4,75% el tipo de interés marginal de las facilidades de crédito y al 4% el de depósito.

Según el informe de agosto de 2023 de J.P.Morgan: “La inflación general de la zona del euro ofreció una lectura mejor que la esperada y permaneció estable en agosto, en un 5,3% a/a. La inflación subyacente, sin embargo, sí cayó ligeramente: pasó del 5,5% a/a en julio al 5,3% a/a en agosto.” A pesar de la corrección, estos valores se encuentran muy por encima del objetivo de la Eurozona (J.P.Morgan, 2023).

En la nota de prensa del BCE del 14 de septiembre de 2023, transmitían la previsión de una inflación media del 5,6 % en 2023, del 3,2 % en 2024 y del 2,1 % en 2025 (con una revisión al alza para 2023 y 2024 y a la baja para 2025). En cuanto al crecimiento de la economía de la zona euro, se espera un crecimiento del 0,7 % en 2023, del 1 % en 2024 y del 1,5 % en 2025 (BCE, 2023). El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo tiene la intención de tomar medidas para asegurar que los tipos de interés oficiales del BCE se establezcan en niveles lo suficientemente restrictivos en el futuro durante el tiempo necesario, a demanda de la inflación.

Lo aclarado en dicha nota de prensa en relación con las medidas no-convencionales tomadas es la no reinversión íntegra del principal de los valores del programa de compras de activos (APP) que van venciendo. En relación con el PEPP, el Consejo de Gobierno tiene previsto reinvertir el capital principal de los activos adquiridos en el marco del programa a medida que lleguen a su vencimiento, al menos hasta el cierre del año 2024. Sin embargo, la eventual liquidación de la cartera del PEPP se llevará a cabo de manera que no interfiera con la orientación adecuada de la política monetaria. Las operaciones de financiación mas a largo plazo, serán evaluadas periódicamente por el Consejo de Gobierno.

Gráfico 1.2. Tasas de interés en el periodo de 2008 a 2023.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo

4. Discusión sobre efectividad y eficiencia de las medidas no-convencionales tomadas por el Banco Central Europeo

La adopción de políticas monetarias no convencionales por el Banco Central Europeo (BCE) ha sido una respuesta crucial a varios periodos de crisis económica y financiera, siendo el más notable durante la pandemia de COVID-19. Estas medidas, aunque diseñadas para estabilizar y estimular la economía de la eurozona, han generado un intenso debate sobre su efectividad y eficiencia. A continuación, se discuten los principales componentes de estas políticas no convencionales, analizando su impacto y las controversias que han suscitado.

a) Tasas de Interés Negativas

En 2014, el BCE implementó tasas de interés negativas, reduciendo el tipo de interés de facilidad marginal de depósito al -0,10%. Este movimiento buscaba hacer el ahorro menos atractivo y los préstamos más baratos, incentivando el gasto y la inversión. Sin embargo, investigaciones internas del BCE indican que este efecto podría invertirse a tasas extremadamente bajas, mostrando un aumento en el ahorro entre

consumidores de menor educación y mayores. Esto sugiere la existencia de una "reversión del ahorro" y plantea dudas sobre la eficacia de las tasas negativas para estimular la economía.

b) Programas de Compra de Activos

Los programas de compra de activos o Quantitative Easing (QE) han sido otra herramienta clave en la estrategia no convencional del BCE. Desde el CBPP1 hasta el PEPP, estos programas buscaban mejorar las condiciones de financiamiento y estimular la economía mediante la compra de activos financieros. Aunque lograron ciertos objetivos inmediatos, como la reducción de los diferenciales de los contratos de swap y el aumento de la liquidez, su impacto en la economía real ha sido mixto. Las críticas se centran en su potencial para distorsionar los precios de mercado, inducir riesgo moral y no abordar las causas subyacentes de la crisis económica.

c) Forward Guidance

Implementado desde 2013, el forward guidance del BCE ha sido una comunicación clara sobre las futuras intenciones de política monetaria. Aunque ha ayudado a reducir la incertidumbre y guiar las expectativas, su dependencia de la credibilidad del banco central y el potencial de fomentar riesgos excesivos y burbujas de activos ponen en duda su eficiencia.

d) Operaciones de Refinanciamiento a Largo Plazo (TLTROs y PELTROs)

Las TLTROs y PELTROs ofrecen financiación a largo plazo a los bancos bajo condiciones ventajosas, vinculadas al préstamo a empresas y hogares. Aunque han proporcionado un soporte de liquidez esencial, la efectividad de estas operaciones en la estimulación directa de la economía real sigue siendo debatida. Además, la preocupación sobre la distribución equitativa de la financiación y el impacto en la independencia de las políticas fiscales nacionales permanece.

La eficacia de las políticas monetarias no convencionales del BCE ha sido significativa en términos de alivio inmediato y estabilización financiera. Sin embargo, su impacto a largo plazo y en la economía real es menos claro. Mientras que han logrado reducir los costes de financiamiento y mejorar las condiciones monetarias, las preocupaciones sobre su capacidad para fomentar el crecimiento económico sustentable, controlar la inflación a largo plazo, y evitar riesgos financieros y morales persisten.

Además, la efectividad de estas medidas se ve influenciada por el contexto económico y financiero más amplio, incluyendo las políticas fiscales de los países de la eurozona y las dinámicas del mercado global. Por lo tanto, una estrategia exitosa requeriría no solo el uso cuidadoso de herramientas monetarias no convencionales sino también una coordinación eficaz con políticas fiscales sólidas y reformas estructurales.

Las políticas monetarias no convencionales del BCE han jugado un papel crucial en la estabilización de la economía de la eurozona durante períodos de crisis. Sin embargo, su efectividad y eficiencia siguen siendo temas de debate, subrayando la necesidad de un enfoque equilibrado y coordinado que aborde tanto

5. Conclusiones

Las estrategias de política monetaria convencionales y no-convencionales han sido adoptadas por el BCE en su búsqueda para mantener la estabilidad de precios y la cohesión económica de la zona, lo que se ha visto imposibilitado en ciertos momentos históricos por conjuntar una serie de economías tan diversas en el marco de la Unión Europea.

Tras el análisis de las medidas tomadas antes, durante y después de la crisis financiera del 2008, incluyendo los planes para combatir los contratiempos económicos surgidos bajo la amenaza de la pandemia de COVID-19, se observan una serie de actuaciones que seguían las mismas líneas. En épocas de expansión económica y necesidad de aumentar la inflación, medidas centradas en disminuir los tipos (Gráfico 1.1. Tasas de interés en el periodo de 1999 a 2007). Mientras que a partir de 2008 se comenzaron a incluir medidas denotadas no-convencionales como los programas de compras de expansión cuantitativa (QE), el *forward guidance* y las operaciones de refinanciamiento más a largo plazo, que se combinaban con medidas convencionales para tratar de lograr sus objetivos.

Si se valora su efectividad, ha sido probada en el corto plazo para lograr ciertas correcciones, no tanto así su efectividad en el largo plazo, que como hemos estudiado, traía graves consecuencias para la estabilidad futura de la economía. De ese modo, los abusos de estas políticas monetarias no-convencionales, podrían traer escenarios desfavorables en el largo plazo, como generar dependencia a estos estímulos artificiales e inyecciones de capital, distorsionando los mercados financieros, aumentando el riesgo de burbujas financieras y la volatilidad del mercado.

Yendo a los inicios del término QE, se encuentran en el Banco de Japón, donde denominaron Quantitative Easing a las medidas que adoptaron de 2001 a 2006, en respuesta a la prolongada deflación que sufrían y al estancamiento económico tras la burbuja inmobiliaria de los años 90 en Japón. Su objetivo principal era suministrar la liquidez necesaria al sistema bancario a través de la adquisición de bonos gubernamentales, con el fin de dotar de liquidez a las empresas y particulares, aumentando los precios y así la inflación. Sin embargo, la adopción del QE por parte de los bancos centrales de Europa, Estados Unidos y Reino Unido, compartía algunas similitudes con el enfoque japonés, pero con diferencias en sus objetivos y ejecución. En Europa y Estados Unidos, el QE se utilizó como una herramienta para estimular la economía después de la crisis financiera de 2008. La Reserva Federal de EE. UU. y el Banco Central Europeo, por ejemplo, implementaron programas de QE para reducir las tasas de interés a largo plazo, aumentar la inflación hasta niveles deseables y estimular la inversión y el gasto. Esto se logró a través de la compra de bonos gubernamentales y otros activos financieros, inyectando así liquidez en los mercados financieros y la economía en general.

En términos del Quantitative Easing, se concluye la posibilidad de formación de una burbuja en el mercado de bonos europeos, como consecuencia a largo plazo del empleo de esta medida no-convencional. Se observa que este programa ha elevado los precios de los bonos en el mercado de renta fija europeo a niveles que parecen estar artificialmente mantenidos por las compras extensivas de deuda por parte del BCE. Un indicador notable de esto fue la aparición de rendimientos negativos en los bonos alemanes a 10 años durante el verano de 2016, lo que sugiere que algunos inversores estaban dispuestos a incurrir en pérdidas para financiar a otros. Sin embargo, la realidad subyacente parece ser que estos inversores no buscaban mantener los bonos hasta su vencimiento, sino beneficiarse de las fluctuaciones de precios inducidas por las compras del BCE. En esencia, se trata de un mercado mantenido artificialmente por el BCE, que ha servido para el beneficio de especuladores financieros. Este fenómeno plantea una cuestión crítica: ¿será el mercado de deuda soberana capaz de funcionar de manera autosuficiente una vez que termine el QE y se retiren otras medidas de liquidez? O, por el contrario, ¿se enfrentará a un colapso ante la ausencia del BCE como comprador principal, llevando el costo de la deuda de algunos países a niveles insosteniblemente altos?

Warren Buffett lo expresó de manera acertada: "solo cuando baja la marea se sabe quién nadaba desnudo". Esta metáfora se aplica al escenario económico actual, donde solo al concluir los estímulos del Banco Central Europeo (BCE) se revelará qué países realmente han implementado reformas estructurales esenciales y quiénes han dependido excesivamente de la compra masiva de deuda del BCE sin emprender cambios productivos. Además, la posible burbuja en el mercado de renta fija trasciende los mercados de bonos. Desde el emblemático "whatever it takes" de Mario Draghi en julio de 2012, los principales índices de renta variable europeos han estado influenciados positivamente, en mayor o menor medida, por las declaraciones del entonces presidente del BCE.

Sin embargo, aunque los mercados de renta variable se ven indirectamente afectados por la liquidez proporcionada por el BCE, son los mercados de deuda soberana los que reaccionan directamente a las políticas de compra de deuda. Alan Greenspan, ex presidente de la Reserva Federal, advirtió en una entrevista con Bloomberg en agosto de 2017 que los tipos de interés reales cercanos al 0% no son sostenibles a largo plazo (Greenspan, 2017). Subrayó que, cuando los tipos de interés comiencen a subir, lo que ya ha sucedido en algunos casos como en la FED, lo harán rápidamente, provocando una caída significativa en los precios de los bonos. De hecho, figuras destacadas del mercado de renta fija, como Bill Gross, en una entrevista el 10 de enero de 2018 para Bloomberg, afirmaron que la existencia de una enorme burbuja de renta fija en el mercado de bonos, surgida a partir de las políticas de ultra liquidez de los principales bancos centrales, es un hecho bien fundamentado (Gross, 2018).

Quizá deberían de implementar reformas estructurales adicionales para que mejoraran las expectativas de la Eurozona. Si bien en el corto plazo, las políticas de QE son efectivas para estimular la economía, a pesar de que el QE ha influido notablemente en los precios de los activos financieros y en varios tipos de deuda, su efecto concreto en la economía real no está tan claro. Además, se plantea que el elevado endeudamiento de hogares y empresas podría restringir la eficacia de estos estímulos monetarios.

El uso de técnicas como el *forward guidance*, la ambigüedad constructiva, y la amenaza de sanciones, así como una regulación financiera efectiva, se han demostrado beneficiosos tanto para prevenir problemas como para implementar soluciones efectivas. Además, la crisis del COVID-19, con su naturaleza imprevista, ha ampliado la gama de fenómenos y, por lo tanto, de indicadores estadísticos que los bancos centrales necesitan supervisar (Rosolia, 2021; Stapel-Weber, 2021; Tissot, 2021). Esto ha llevado a un desarrollo acelerado de políticas durante períodos de crisis. En cuanto a la eficacia de medidas no convencionales, (Benigno, 2022) señalan que acciones como el PEPP y el PELTRO, junto con el *forward guidance*, han tenido un impacto limitado pero significativamente positivo durante la pandemia. Bernanke (2020) sugiere que estas nuevas herramientas deberían integrarse en las políticas monetarias convencionales, ya que su eficacia puede incrementarse con una mejor ejecución y comprensión por parte del público, sin olvidar la importancia de la vigilancia y supervisión financiera constante. Por otro lado, observan que el uso de estas herramientas monetarias ha sido efectivo en combatir la inflación causada por la pandemia, pero ha exacerbado el desempleo, destacando la necesidad de una colaboración entre políticas y la creación conjunta de paquetes de políticas por parte de los gobiernos y los bancos centrales. Pero aquí vuelve a surgir otro punto importante como es la difícil convergencia en políticas debido a la gran diferencia en la composición de todas las economías que conjuntan la Eurozona, por lo que, en caso de aplicar una generalidad, los resultados no son seguros, puesto a que entra en conflicto la gran divergencia existente entre todas ellas.

Con el enfoque de la teoría de la escuela austriaca, al final, la intervención de los bancos centrales en la economía, especialmente a través de políticas monetarias expansivas como los tipos de interés bajos y el QE, es vista como la causa principal de las recesiones económicas. Desde la teoría austriaca, se argumenta, que estas políticas solo posponen los necesarios ajustes estructurales, impidiendo que la economía alcance su productividad potencial real.

La expansión crediticia provocada por el exceso de liquidez inyectado en la economía por los bancos centrales es considerada la causa principal del desequilibrio en la asignación de recursos productivos, agravando y postergando los ajustes necesarios para volver a un equilibrio dinámico. Los austriacos enfatizan la importancia de la coordinación intertemporal entre producción, ahorro y consumo, donde las decisiones empresariales agregadas determinan la asignación de recursos. Los tipos de interés, en esta visión, son cruciales para la coordinación intertemporal de la oferta y demanda. Por tanto, la reducción artificial de los tipos de interés conduce a un “boom” de crédito no basado en un aumento real del ahorro o de la oferta de fondos prestables, sino en una redistribución forzada de recursos, lo que infla artificialmente la demanda agregada y distorsiona la estructura económica, conduciendo a una recesión. A pesar de considerar las recesiones como inevitables y hasta cierto punto necesarias para corregir desequilibrios, algunos austriacos, como Hayek, reconocen que, en una fase recesiva, una mínima intervención en forma de políticas contracíclicas puede ser aceptable para evitar una contracción secundaria, donde una mayor preferencia por la liquidez intensifica la recesión más allá de lo necesario para la reestructuración productiva. De ese modo, las políticas monetarias atrasan y agravan las recesiones al impedir los ajustes estructurales de cada una de las diversas y distintas economías que conjuntan la Eurozona, necesarios para que la economía regrese a un equilibrio sostenible, sin consecuencias a largo plazo, con ciertas excepciones en situaciones de contracción secundaria.

El riesgo de efectos de segunda ronda o vuelta sigue presente en muchas de las perturbaciones pese a la implicación de la política monetaria, que pueden afectar a las rentas reales y desencadenar una espiral inflacionaria. El BCE reconoce la necesidad de un reparto equitativo de la carga entre las rentas salariales y los márgenes empresariales para mitigar el impacto de las perturbaciones económicas en las rentas reales. La política fiscal puede desempeñar un papel crucial en este proceso. Existe el riesgo de que las perturbaciones persistentes, como el aumento de los precios de la energía, desanclen las expectativas de inflación. Esto podría conducir a una espiral de salarios y precios que alimente la inflación a largo plazo, erosionando las rentas reales y socavando la estabilidad económica. La contracción de las rentas reales debido al aumento de los precios de la energía puede afectar negativamente a la demanda y dificultar que las empresas trasladen los aumentos de costes a los precios. Además, la desaceleración interna y el endurecimiento simultáneo de la política monetaria a nivel mundial podrían agravar estos desafíos. Aunque el mercado laboral ha mostrado resistencia hasta ahora, se observa un aumento en las expectativas de inflación y presiones para una mayor indexación de salarios y pensiones. Esto podría conducir a presiones salariales adicionales en el sector privado y aumentar el riesgo de efectos de segunda vuelta. El BCE subraya la importancia de vigilar las expectativas de inflación y las negociaciones salariales para asegurar que el crecimiento de los salarios no se vuelva incompatible con el objetivo de estabilidad de precios.

Referencias

- Aguilar, P., Arce, Ó., Hurtado, S., Martínez-Martín, J., Nuño, G., Thomas, C. (2020). La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis de la COVID-19. *Papeles de Economía Española*, p. 165.
- Alonso-Neira, M. A., Sánchez-Bayón, A., Castro-Oliva, M. (2023c). Teoría austriaca del ciclo económico aplicada al caso español: del inicio del euro a la gran recesión y su recuperación. *Revista De Métodos Cuantitativos Para La Economía Y La Empresa*, 35, 280–310. <https://doi.org/10.46661/revmetodoscuanteconempresa.6837>
- Alonso-Neira, M.A., Sánchez-Bayón, A. (2023). Yield curve as a leading indicator of recession: Austrian Economics Insights. *Panoeconomicus*, 71(2): 1–23. <https://doi.org/10.2298/PAN230217018A>
- Alonso-Neira, M. A., Sánchez-Bayón, A., Castro-Oliva, M. (2023a). Teoría austriaca del ciclo económico aplicada al caso español: del inicio del euro a la gran recesión y su recuperación. *Revista De Métodos Cuantitativos Para La Economía Y La Empresa*, 35, 280–310. <https://doi.org/10.46661/revmetodoscuanteconempresa.6837>
- Alonso-Neira, M.A., Sánchez-Bayón, A., Castro-Oliva, M. (2023b). An heterodox History of Spanish Economy into the Eurozone: Austrian School of Economics analysis of boom & bust. *Forum Scientiae Oeconomia*, 11(2): 9-41. DOI: https://doi.org/10.23762/FSO_VOL11_NO2_1
- Altavilla, C., G. Carboni & R. Motto (2015). *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, (Working Paper Series, n.o 1864), European Central Bank.
- Arce, Gimeno y Mayordomo. (2018). Los efectos del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema sobre las empresas españolas, pp. 1-3.
- Bagus, P., Peña-Ramos, J. A., & Sánchez Bayón, A. (2021). COVID-19 and the political economy of mass hysteria. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(4), 1376. <https://doi.org/10.3390/ijerph18041376>
- Bagus, P., Peña-Ramos, J.A., Sánchez-Bayón, A. (2023). Capitalism, COVID-19 and lockdowns. *Business Ethics, the Environment & Responsibility-BEER*, 32: 41-51. <https://doi.org/10.1111/beer.12431>
- Banco Central Europeo. (2001). Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. Banco Central Europeo. (URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/escbstatutes_es.pdf ; consultado octubre de 2023)
- Banco Central Europeo. (2002, abril). La política monetaria única en la zona del euro. Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, pp. 4-6. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2002es.pdf>
- Banco Central Europeo. (2014). Decision (EU) 2014/34 of the European Central Bank on *measures relating to targeted longer-term refinancing operations* (ECB/2014/34). EUR-Lex.
- Banco Central Europeo. (2016). Decision (EU) 2016/811 of the European Central Bank of 28 April 2016 amending Decision ECB/2014/34 on *measures relating to targeted longer-term refinancing operations* (ECB/2016/11). EUR-Lex.
- Banco Central Europeo. (2016). ECB announces details of the corporate sector purchase programme (CSPP). https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421_1.en.html
- Banco Central Europeo. (2020, marzo 18). *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*. Banco Central Europeo. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html
- Banco Central Europeo. (2020, marzo 19). *Our response to the coronavirus emergency*. Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.en.html>
- Banco Central Europeo. (2023). *Key ECB interest rates*. https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.es.html
- Banco Central Europeo. (Diciembre, 2017). ¿Qué es la forward guidance? Banco Central Europeo. https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.es.html
- Banco Central Europeo. (Diciembre, 2020). *El BCE amplía las operaciones de refinanciación a largo plazo de emergencia pandémica*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201210~8acfa5026f.es.html>
- Banco Central Europeo. (s.f.). *Asset purchase programmes*. Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

- Banco Central Europeo. Decision (EU) 2009/16 of the European Central Bank on *the implementation of the covered bond purchase programme* (ECB/2009/16). Eur-Lex. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:32009D0016\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:32009D0016(01))
- Banco Central Europeo. Decision (EU) 2011/17 of the European Central Bank on *on the implementation of the second covered bond purchase programme* (ECB/2011/17). Eur-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32011D0017%2801%29>
- Banco Central Europeo. Decision (EU) 2015/774 of the European Central Bank on *a secondary markets public sector asset purchase programme* (ECB/2015/10). Eur-Lex. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ%3AJOL_2015_121_R_0007
- Banco Central Europeo. Decision (EU) 2020/440 of the European Central Bank on *a temporary pandemic emergency purchase programme*. (ECB/2020/17). Eur-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020D0440>
- Banco Central Europeo. Decision (EU) 2022/2128 of the European Central Bank on *measures relating to targeted longer-term refinancing operations* (ECB/2022/2128). EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022D2128&qid=1598879694432>
- Banco de España. *¿En qué consiste el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP)?* <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/nuevos-instrumentos-politica-monetaria/en-que-consiste-el-programa-de-compras-de-emergencia-frente-a-la-pandemia--pepp-.html>
- Banco de España. (s.f.). *¿Qué son los programas de compras de activos?* Banco de España. <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/nuevos-instrumentos-politica-monetaria/que-son-los-programas-de-compras-de-activos.html>
- Banco de España. (s.f.). *SEBC, Eurosistema, BCE y bancos centrales*. Banco de España. <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/actividad-europea/eurosistema-sebc/organizacion-eurosistema/sebc-eurosistema-bce-bancos-centrales/>
- Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan & D. J. Jansen, (2008). "*Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*". Banco Central Europeo: pp. 32-34 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp898.pdf>
- D'Amico, S., & English, W., & López-Salido, D., & Nelson, E., (2012). "The Federal Reserve's Large-scale Asset Purchase Programmes: Rationale and Effects," *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 122(564), pp. 415-446.
- El País. (Septiembre, 2021). El BCE relaja su programa de estímulos ante la recuperación económica y el alza de precios. Recuperado de <https://elpais.com/economia/2021-09-09/el-bce-relaja-su-programa-de-estimulos-ante-la-recuperacion-economica-y-el-alza-de-precios.html>
- Europa Press. (2020, 5 de mayo). El Constitucional alemán opina que el programa de compras del BCE no es ilegal, pero sí desproporcionado. Europa Press. <https://www.europapress.es/economia/legal-00345/noticia-constitucional-aleman-opina-programa-compras-bce-no-ilegal-si-desproporcionado-20200505110549.html>
- Felici, M., Geoff Kenny, Roberta Friz. (Septiembre 2022). *Consumer savings behaviour at low and negative interest rates*, p. 6. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2736~b79d07069c.en.pdf?65b1cbff3cce1e11391359d6d3aaefaa>
- FundsPeople. (Diciembre, 2021). El BCE anuncia el final del PEPP para marzo: primeras reacciones de las gestoras internacionales. <https://fundspeople.com/es/el-bce-anuncia-el-final-del-pepp-para-marzo-primeras-reacciones-de-las-gestoras-internacionales/>
- Gilchrist S., & López-Salido, D., & Zakrajšek, E. (Enero, 2015). "Monetary Policy and Real Borrowing Costs at the Zero Lower Bound," *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 7(1), pp. 77-109.
- Hamilton, J., & Jing Cynthia Wu. (Febrero, 2012). "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment," *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, vol. 44(s1), pp. 3-46. <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/publicaciones-discontinuas/articulos-analiticos/efectos-programa-compra-bonos-corporativos-eurosistema-sobre-empresas-espanolas.html>
- Huerta de Soto, J., Sánchez Bayón, A., Bagus, P. (2021). Principles of Monetary & Financial Sustainability and Wellbeing in a Post COVID-19 World: The Crisis and Its Management. *Sustainability*, 13(9): 4655 (1 11). <https://doi.org/10.3390/su13094655>

- J.P.Morgan. (2022). *Outlook 2023: See the potential*. <https://assets.jpmprivatebank.com/content/dam/jpm-pb-aem/global/en/documents/investing/outlook-2023.pdf>
- J.P.Morgan. (Septiembre, 2023). *Monthly market reviews*. https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/es/es/insights/market-insights/mi-monthly-market-reviews.pdf?email_campaign=203785&email_job=240847&email_contact=003j000000qFUT7AAO&utm_source=clients&utm_medium=email&utm_campaign=emea-funds-es-mcom-2
- Jones, M., & Donnellan, A. (Octubre, 2012). *BCE concluirá programa de compra de bonos cubiertos*. <https://www.reuters.com/article/negocios-finanzas-bce-bonos-idLTASIE89705E20121008>
- Mayordomo, S., (2016). *El Programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema y su efecto sobre la financiación ajena de las sociedades no financieras españolas*, p. 1. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5762957>
- Meaning, J., & Feng Zhu. (Diciembre, 2011). "The impact of recent central bank asset purchase programmes," BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements.
- Mouabbi, S., Y J.-G. Sahuc (2016). Evaluating the Macroeconomic Effects of the ECB's Unconventional Monetary Policies, Working Paper, France Bank.
- Nieves, V., (Julio, 2020). *¿Está beneficiando el BCE a España e Italia? Así funcionan las compras de bonos contra la pandemia*. *El Economista*. <https://www.economista.es/economia/noticias/10649245/07/20/Esta-beneficiando-el-BCE-a-Espana-e-Italia-Asi-funcionan-las-compras-de-bonos-contra-la-pandemia.html>
- Nota de prensa BCE (14 sep. 2023). Decisiones sobre política monetaria. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.es.html#:~:text=Las%20proyecciones%20macroeconómicas%20elaboradas%20por,y%20a%20la%20baja%20para%202025.>
- Nota de prensa BCE. (Julio, 2021). El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.es.html
- Rakić, D. (2023). European Monetary Policy. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/747849/IPOL_IDA\(2023\)747849_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/747849/IPOL_IDA(2023)747849_EN.pdf)
- Sánchez Bayón, A. (2020). Renovación del pensamiento económico empresarial tras la globalización: *Talentism & Happiness Economics*, *Bajo Palabra*, 24: 293-318 DOI: <https://doi.org/10.15366/bp.2020.24.015>
- Sánchez-Bayón, A. (2021a). Giro hermenéutico y revolución copernicana en Ciencias Económicas: Regreso a las raíces y disciplinas duales. *Encuentros multidisciplinares*, 23(68): 1-26
- Sánchez-Bayón, A. (2021b). Urgencia de una filosofía económica para la transición digital: Auge y declive del pensamiento anglosajón dominante y una alternativa de bienestar personal, *Miscelánea Comillas. Rev. Ciencias Humanas y Sociales*, 79(155): 521-551. DOI: <https://doi.org/10.14422/mis.v79.i155.y2021.004>
- Sánchez Bayón, A. (2022a). ¿Crisis económica o economía en crisis? Relaciones ortodoxia heterodoxia en la transición digital. *Semestre Económico*, 11(1): 54-73 doi: <http://dx.doi.org/10.26867/se.2022.1.128>
- Sánchez Bayón, A. (2022b). De la Síntesis Neoclásica a la Síntesis Heterodoxa en la Economía Digital. *Procesos de Mercado*, 19(2): 277-306. <https://doi.org/10.52195/pm.v19i2.818>
- Sánchez-Bayón, A. (2022c). Crítica del positivismo formalista en Economía y las alternativas heterodoxas para la economía digital. *Encuentros Multidisciplinares*, 71: 1-16
- Sánchez-Bayón, A. (2022d). La Escuela Económica Española y su relación con los enfoques heterodoxos. *Semestre Económico*, 25(58): 1-28. <https://doi.org/10.22395/seec.v25n58a2>
- Sánchez-Bayón, A. (2024). Ortodoxia versus heterodoxias sobre la colonización del Oeste estadounidense por empresas religiosas e ideológicas. *Carthaginensia*, 40(77): 117-156. DOI: <https://doi.org/10.62217/carth.457>
- Sánchez-Bayón A. y Castro-Oliva M. (2022). Historia de la reciente deflación del capital y los salarios en España: Revisión de los desarrollos de la teoría de ciclos económicos. *Iberian Journal of the History of Economic Thought*, 9(2), 111-131. <https://doi.org/10.5209/ijhe.82760>
- Sánchez Bayón, A., & Castro Oliva, M. (2023). Gestión heterodoxa de crisis económicas periódicas: Desarrollos de la teoría austriaca del ciclo y del capital. *Economía & Negocios*, 5(1), 19-51. <https://doi.org/10.33326/27086062.2023.1.1594>
- Sánchez-Bayón A, González-Arnedo E, Andreu-Escario Á (2022) Spanish Healthcare Sector Management in the COVID-19 Crisis Under the Perspective of Austrian Economics and New-Institutional Economics. *Frontiers in Public Health* 10:801525 (1-15). doi: 10.3389/fpubh.2022.801525
- Sánchez-Bayón, A., Alonso-Neira, M.A., Castro-Oliva, M. (2023). Review of teaching and research innovation on Macroeconomics of capital and its cycles. *Procesos de Mercado*, 20(1): 173-218

- Sánchez-Bayón, A., A. Urbina, D., Alonso-Neira, M. Ángel, & Arpi, R. (2023). Problema del conocimiento económico: revitalización de la disputa del método, análisis heterodoxo y claves de innovación docente. *Bajo Palabra*, (34), 117–140. <https://doi.org/10.15366/bp2023.34.006>
- Unión Europea. (2010, marzo). Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Diario Oficial de la Unión Europea. <https://www.boe.es/doue/2010/083/Z00047-00199.pdf>
- Wyplosz, C. Parlamento Europeo. (Octubre, 2012). *ECB's Outright Monetary Transactions*, p.12. <https://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201210/20121004ATT52939/20121004ATT52939EN.pdf>