

Pablo Hernández de Cos\*

# LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE LA CRISIS Y LOS RETOS DE FUTURO

*En un entorno de inflación persistentemente baja y crecimiento débil en la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) ha instrumentado un conjunto de medidas no convencionales sin precedentes, que han facilitado la recuperación económica y una reducción muy significativa de los riesgos de deflación. Las previsiones actuales sugieren la continuidad de la fase expansiva y una convergencia gradual de la tasa de inflación a la referencia de estabilidad de precios a medio plazo del BCE, por lo que cabe esperar que la política monetaria comience a desempeñar progresivamente un papel más limitado. En todo caso, la política monetaria mantiene retos de medio plazo; entre otros, los derivados del escaso dinamismo de los salarios y de la estimación de un tipo de interés natural más bajo que en el pasado.*

**Palabras clave:** política monetaria, BCE, área del euro.

**Clasificación JEL:** E52, E58, H77.

## 1. Introducción

Desde 2014, en un contexto macroeconómico muy complejo, caracterizado por una dinámica de la inflación muy baja y un crecimiento económico reducido, el BCE ha implementado una expansión cuantitativa de su balance sin precedentes. Como resultado de esta política monetaria, las condiciones financieras en la eurozona se relajaron de forma significativa, lo que ha permitido afianzar la recuperación económica y reducir de forma apreciable los riesgos de deflación. Las

previsiones disponibles sugieren, además, la continuidad a medio plazo de la actual fase expansiva y una convergencia gradual de la tasa de inflación al objetivo de estabilidad de precios, por lo que, en este contexto, cabe esperar que la política monetaria comience a desempeñar progresivamente un papel más limitado.

Más allá de estos desarrollos, la política monetaria del BCE y, en general, de los países desarrollados se enfrenta a algunos retos importantes. De un lado, el crecimiento de la inflación y, en particular, de los salarios sigue contenido, lo que podría estar relacionado con ciertos cambios estructurales en el funcionamiento interno de los mercados de trabajo, el pobre desempeño de la productividad, la globalización, la introducción de ciertos cambios tecnológicos, el aumento de los flujos migratorios o un cierto desanclaje de

---

\* Gobernador del Banco de España desde el 11 de junio de 2018. Este artículo se cerró durante su anterior mandato como Director General de Economía y Estadística.

Las opiniones expresadas son exclusivamente a título personal.

las expectativas de inflación tras un período muy prolongado en el que esta ha sido muy reducida. De otro, algunos de los factores anteriores, junto con el proceso de envejecimiento poblacional, el aumento de la incertidumbre, las necesidades de desapalancamiento o la escasez de activos seguros, podrían estar detrás de una caída de lo que se conoce como tipo de interés natural de la economía. Estos desarrollos representan un reto para la definición y la instrumentación de la política monetaria.

En este contexto, en el presente artículo se repasan, en el apartado 2, las decisiones de política monetaria del BCE desde 2014 y, en el apartado 3, el impacto macroeconómico de estas decisiones en la economía del área del euro. El apartado 4 repasa los retos generados por el entorno de bajo crecimiento de los salarios y de los precios, y por la posibilidad de que el tipo de interés natural de la economía se sitúe en niveles significativamente más reducidos que en el pasado. El apartado 5 resume las principales conclusiones.

## 2. La política monetaria del Banco Central Europeo desde 2014

Tras un período de crisis que, en el caso de la eurozona, supuso una doble recesión, la economía europea se enfrentaba hace cuatro años a un escenario muy complejo, caracterizado, por un lado, por una recuperación muy débil, lastrada por el elevado desempleo estructural, el alto endeudamiento y la fragilidad del sistema financiero, y, por otro lado, por una inflación muy baja y las perspectivas de que esta podía mantenerse en niveles reducidos durante un período prolongado (Gráficos 1A y 1B). Esta dinámica inflacionista suponía un riesgo para la credibilidad de la política monetaria y una amenaza para la recuperación de la actividad, al incrementar en términos reales el coste de la financiación y la carga de la deuda, y dificultar los procesos de recuperación de la competitividad y de desapalancamiento en el que se encontraban inmersas algunas economías.

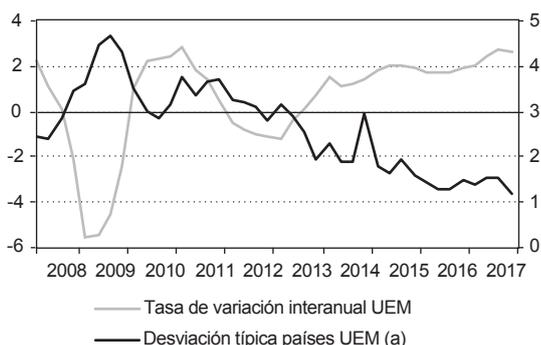
En este contexto, el BCE inició una nueva fase expansiva de la política monetaria con actuaciones en cuatro dimensiones (Gráficos 2A y 2B), (Banco de España, 2015). En primer lugar, redujo los tipos de interés oficiales, hasta situar, en septiembre de 2014, el tipo de la facilidad de depósito en terreno negativo (en concreto, en el  $-0,20$  por 100). En segundo lugar, proporcionó financiación a largo plazo al sistema bancario a través de una nueva facilidad financiera vinculada al tamaño y al crecimiento de la cartera de préstamos de los bancos (TLTRO, por sus siglas en inglés). En tercer lugar, puso en marcha inicialmente dos programas de compra de activos privados en mercados de financiación relevantes para los bancos del área<sup>1</sup> y, ya en 2015, introdujo un programa de compras de activos a gran escala, que incluía la adquisición de deuda pública emitida por Gobiernos de la eurozona, así como por instituciones y agencias europeas. De esta forma, en un contexto en el que los márgenes de maniobra para nuevas reducciones de tipos de interés prácticamente se encontraban agotados, y teniendo como referente el modo en el que otras autoridades monetarias habían reaccionado con anterioridad, el incremento del tamaño y la modificación de la composición del balance del banco central se convertían en el principal instrumento para abordar nuevas actuaciones expansivas. A través del denominado «Programa Expandido de Compra de Activos» se adquirirían títulos públicos y privados, denominados en euros, por valor de unos 60.000 millones mensuales hasta septiembre de 2016, lo que suponía una inyección de liquidez equivalente al 11 por 100 del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En cuarto lugar, las actuaciones del BCE se acompañaron de una política de comunicación de orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria, lo que se conoce como *forward guidance*, a través de la cual el BCE trata de afectar a las

<sup>1</sup> El denominado «CBPP3», dirigido a *covered bonds*, como las cédulas hipotecarias en España, y el «ABSPP» para titulizaciones simples y transparentes cuyo activo subyacente sean créditos a empresas y hogares de la eurozona.

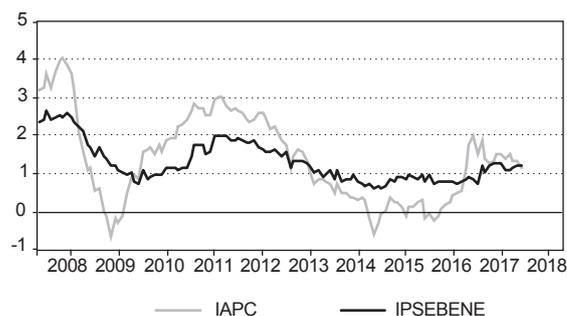
GRÁFICO 1

LA FASE EXPANSIVA EN LA EUROZONA

1A. Producto interior bruto  
(En %)



1B. Índices armonizados de precios de consumo  
(tasas de variación interanuales en %)



NOTA: <sup>a</sup>Desviación típica sin ponderar de las tasas de variación internacional del PIB de los países de la eurozona.  
FUENTE: Banco de España, BCE y EUROSTAT.

expectativas sobre la evolución de los tipos de interés futuros. Ya en julio de 2013, el BCE había introducido la novedad de pronunciarse sobre el hecho de que los tipos de interés se mantendrían en los niveles entonces vigentes o en niveles inferiores «durante un tiempo prolongado». Con posterioridad, estas orientaciones se extendieron al programa de compras. Así, en enero de 2015 se detalló que estas compras continuarían, más allá de la fecha fijada (septiembre de 2016), «hasta que el Consejo de Gobierno del BCE observara un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación compatible con que las tasas de inflación se sitúen en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 por 100 a medio plazo».

El BCE ha ido adaptando estas cuatro dimensiones de sus actuaciones a la situación macroeconómica (Banco de España, 2016 y 2017a). Así, ante el deterioro de las perspectivas inflacionistas que se produjo en 2015 y a comienzos de 2016, en diciembre de 2015 y en marzo de 2016 se redujo el tipo de la facilidad de

depósito en diez puntos básicos (pb), hasta situarlo en el -0,40 por 100. Además, en diciembre de 2015 se alargó la duración del programa de compra de activos hasta marzo de 2016 y se anunció que los importes derivados del vencimiento de los títulos adquiridos se reinvertirían por tanto tiempo como fuera necesario, y en marzo de 2016 se amplió el volumen de compras mensuales hasta los 80.000 millones de euros y se incluyeron como activos elegibles los bonos de alta calificación crediticia emitidos por sociedades no financieras de la eurozona (CSPP, por sus siglas en inglés). Por otra parte, se anunció una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II) a partir de junio de 2016<sup>2</sup>. En cuanto a la política de comunicación de orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria, se explicitó una

<sup>2</sup> Operaciones con un vencimiento de cuatro años y un tipo fijo igual al de las operaciones principales de financiación, que podría reducirse hasta alcanzar el de la facilidad de depósito si la cartera de préstamos llega a superar un umbral de referencia.

relación entre la evolución futura de los tipos de interés y el programa de compras, para señalar una secuencia temporal entre ambos, de forma que el Consejo de Gobierno espera que «los tipos de interés continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado, que superará el horizonte de las compras netas de activos».

Más recientemente, en un contexto —como se analiza en el siguiente apartado— de progresivo afianzamiento de la recuperación económica en el área del euro, el BCE ha ido recalibrando sus estímulos, acomodándolos a la mejora del escenario macroeconómico, pero manteniendo un grado sustancial de expansión para que la inflación pueda retomar de modo sostenible una senda de convergencia a tasas compatibles con el objetivo de medio plazo.

Así, a finales de 2016 el programa de compra de activos se extendió nueve meses adicionales, hasta diciembre de 2017, pero con una reducción de las compras netas mensuales desde los 80.000 millones de euros previos hasta los 60.000 millones. En octubre de 2017 (Banco de España, 2017c), se decidió extender de nuevo el programa de compra de activos hasta, al menos septiembre de 2018, pero reduciendo de nuevo su ritmo mensual de compras netas, hasta los 30.000 millones de euros. Más recientemente, en junio de 2018, tras concluir que el progreso hacia un ajuste sostenido de la inflación había sido sustancial, el Consejo de Gobierno del BCE decidió anticipar que, tras septiembre de 2018, siempre que los nuevos datos confirmen las perspectivas de inflación a medio plazo, reducirá el ritmo mensual de las compras netas de activos a 15.000 millones de euros hasta el final de diciembre de 2018. Por tanto, el programa durará hasta diciembre de 2018, de forma que estará operativo durante casi cuatro años, desde su inicio en marzo de 2015, con compras acumuladas de activos que equivalen a más del 20 por 100 del PIB de la UEM (Gráfico 2A).

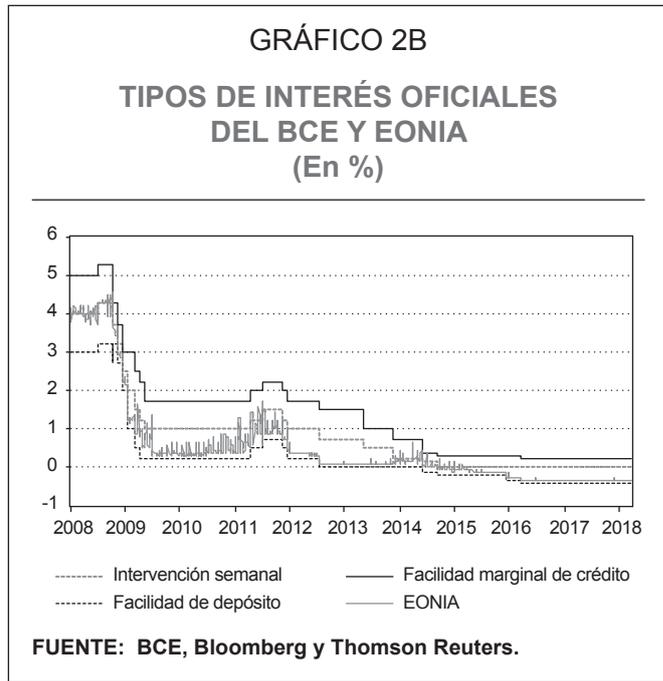
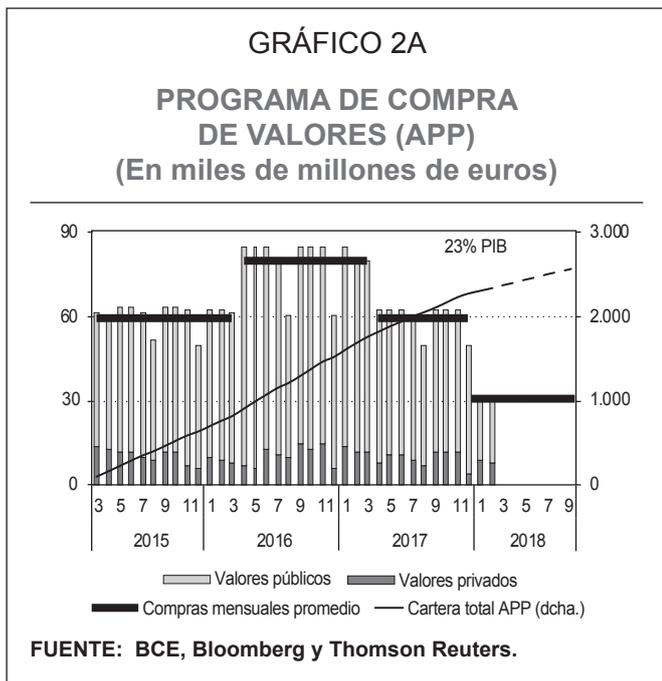
En cuanto a las orientaciones sobre la evolución de los tipos de interés y del programa de compras, en junio de 2017 el BCE retiró el sesgo acomodaticio que todavía permanecía en sus indicaciones sobre los tipos de

interés oficiales, eliminando la referencia a la posibilidad de que estos pudieran llegar a ser menores que los entonces vigentes. Sin embargo, confirmó su expectativa de que los tipos de interés se mantendrán en los niveles actuales durante un período prolongado, que excede el horizonte del programa de adquisiciones de activos. Por su parte, en relación con este último, en marzo de 2018 el BCE eliminó la referencia a que, ante un eventual deterioro de la situación económica o de las condiciones financieras hasta niveles incompatibles con el logro del objetivo de inflación, el Consejo se mantendría dispuesto a aumentar el tamaño y/o la duración del programa de compras. Asimismo, clarificó su intención de continuar reinvertiendo los vencimientos de la cartera de activos mientras sea necesario, lo que puede suceder en un período prolongado de tiempo, más allá del final de las compras netas de activos. Finalmente, en junio de 2018, decidió reforzar las orientaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés, señalando que los tipos de interés se mantendrán en los niveles actuales al menos hasta el verano de 2019 y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar que la evolución de la inflación se mantiene en línea con las expectativas de una senda de ajuste sostenido.

En resumen, en la actualidad se anticipa que el programa de compras dure hasta diciembre de 2018. Además, los vencimientos de la cartera de activos se reinvertirán mientras sea necesario, extendiéndose más allá del final de las compras netas de activos. Por su parte, los tipos de interés se mantendrán en sus niveles actuales al menos hasta el verano de 2018.

### 3. El impacto de la política monetaria y la evolución económica reciente

El objetivo de todo el arsenal de medidas de política monetaria detallado con anterioridad es favorecer la recuperación duradera de la inflación para que esta se sitúe en niveles compatibles con la referencia de estabilidad de precios a medio plazo del BCE, que se corresponde con una tasa de inflación inferior



pero próxima al 2 por 100. En concreto, las medidas extraordinarias adoptadas por el BCE buscan estimular la economía de la eurozona a través de la mejora de las condiciones financieras de los agentes. Así, a través de las compras de deuda pública o privada por parte del BCE se persigue reducir los tipos de interés a largo plazo. Por su parte, se espera que los inversores reemplacen esos activos adquiridos por el banco central por otros con características de duración y riesgo similares (por ejemplo, en caso de que los vendedores sean instituciones financieras, por la concesión de nuevos créditos a hogares y a empresas), que acaban generando una reducción en la rentabilidad de estos activos (lo que se conoce como «efecto de reequilibro de carteras»). Asimismo, la compra de activos de largo plazo y la *forward guidance* de tipos de interés señalizan el compromiso del BCE de mantener los tipos de interés bajos por un período prolongado (lo que se conoce como «efecto de señalización»).

En efecto, unos tipos de interés reales más bajos favorecerían el consumo y la inversión, mientras que la revalorización de los activos aumenta la riqueza

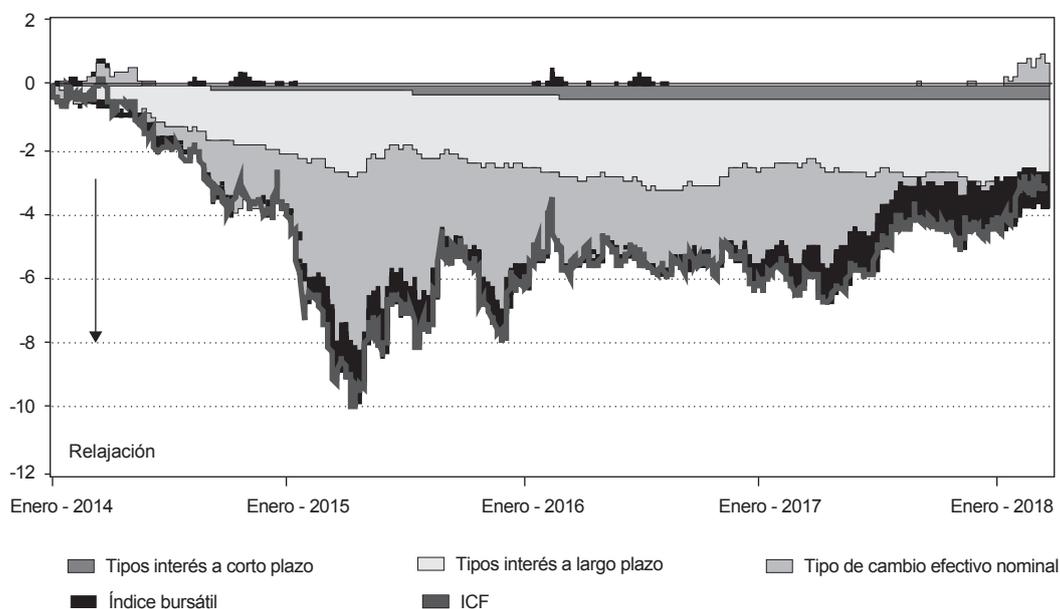
disponible, efectos que, dado el elevado grado de bancarización de la eurozona, discurrirían sobre todo a través de los cambios en la disponibilidad y en el coste de los préstamos. Asimismo, los menores costes de financiación para el sector público liberarían recursos para otros fines. Por su parte, la depreciación del tipo de cambio que suele acompañar a una relajación de las condiciones monetarias tiende a aumentar las exportaciones netas<sup>3</sup>.

La evidencia disponible muestra que, en efecto, el impacto de la política monetaria del BCE sobre las condiciones financieras ha sido muy significativo<sup>4</sup>,

<sup>3</sup> Algunos autores, bajo lo que se conoce como visión Neo-Fisherian, cuestionan que mantener los tipos de interés muy bajos en un contexto macroeconómico como el descrito sea la mejor manera de alcanzar los objetivos de inflación: SCHMITT-GROHÉ y URIBE (2014 y 2017) y COCHRANE (2016). En su visión más simple, estas teorías argumentan que el tipo de interés real de largo plazo de la economía se encuentra determinado por factores reales y, por tanto, no por la política monetaria. En este caso, un incremento permanente de los tipos de interés nominales podría generar un incremento de la inflación en el largo plazo. Las mayores dificultades con estas teorías surgen de cómo explicar lograr el nuevo equilibrio de largo plazo con alta inflación, sin provocar una recesión prolongada en la transición (GARCÍA-SCHMIDT y WOODFORD, 2015).

<sup>4</sup> BANCO DE ESPAÑA (2016 y 2017a).

GRÁFICO 3  
 ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS (ICF)



FUENTE: Banco de España, Banco Central Europeo y EUROSTAT.

propiciando su relajación (Gráfico 3) y contribuyendo a que la economía de la eurozona afianzara de forma gradual su recuperación (Gráfico 1A). En concreto, desde junio de 2014 y hasta finales de 2017, los tipos de interés del crédito a los hogares se habrían reducido en alrededor de 104 pb, y en más de 160 pb en el caso de los tipos de interés del crédito a las empresas no financieras de tamaño medio y reducido<sup>5</sup> (Gráficos 4A y 4B). En paralelo, la fragmentación financiera presente entonces en el área del euro ha desaparecido, de forma que el diferencial entre el tipo de interés promedio pagado por las empresas no financieras de reducida dimensión en España o Italia y en Alemania se habría reducido en más de

220 pb y 150 pb, respectivamente, en el mismo período (Gráfico 4B). Asimismo, de acuerdo con la encuesta sobre préstamos bancarios, la reducción de los tipos de interés ha venido acompañada de una mejora en el acceso a la financiación y de un aumento de los volúmenes de crédito desde principios de 2014. Así, en el caso del crédito concedido a empresas no financieras, el ritmo de expansión se elevó en abril de 2018 hasta el 3,3 por 100, y el correspondiente a los préstamos a hogares hasta el 2,9 por 100. Adicionalmente, el CSPP ha producido una caída significativa en los tipos de interés de aquellos bonos emitidos por compañías elegibles, que se ha hecho extensiva a otros valores con peor calificación crediticia, y ha generado un aumento significativo de las nuevas emisiones<sup>6</sup>.

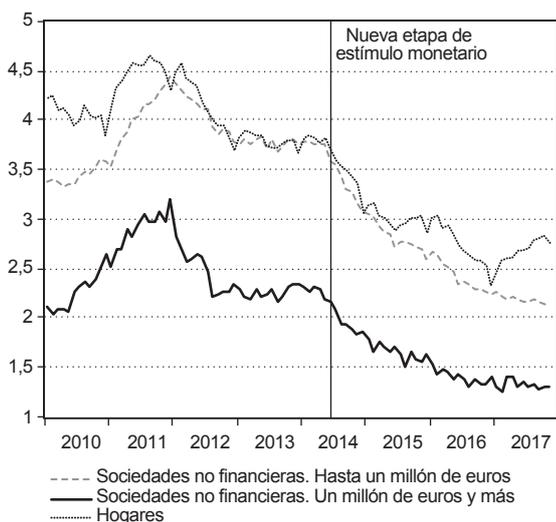
<sup>5</sup> Aproximado por el crédito bancario a empresas no financieras por un volumen inferior a 1.000.000 de euros.

<sup>6</sup> ARCE, GIMENO y MAYORDOMO (2017).

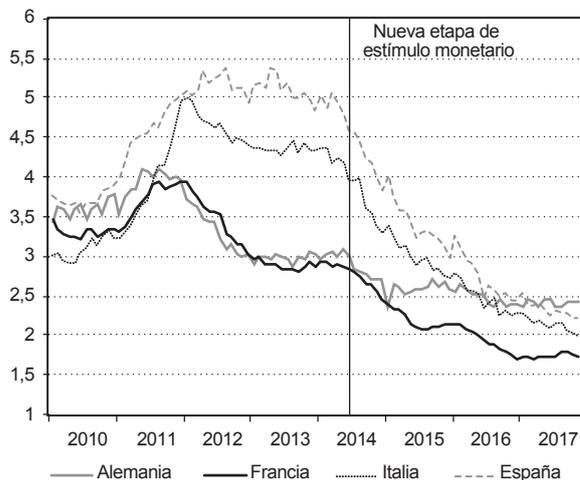
GRÁFICO 4

TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS

4A. Área del euro (en %)



4B. Préstamos a SNF hasta un millón de euros (en %)



FUENTE: Banco Central Europeo.

Las estimaciones empíricas disponibles, que tratan de aislar el efecto de la política monetaria del de otros factores, muestran que aquella habría tenido un impacto de unos 2,3 puntos porcentuales (pp) sobre la tasa de crecimiento del PIB real y de 1,7 pp sobre la tasa de inflación de la eurozona, medida por el IAPC, en términos acumulados durante el período 2015-2018<sup>7</sup>. Como resultado de estas medidas, el déficit público del conjunto del área del euro se habría reducido desde mediados de 2014 hasta 2016 en más de 1 pp del PIB<sup>8</sup>.

Dada esta política monetaria, y en un contexto de expansión progresiva de la economía mundial, la eurozona ha intensificado la recuperación económica iniciada en 2014. Con información hasta el cuarto trimestre de

2017, habría mantenido tasas de crecimiento positivas durante 21 meses consecutivos, alcanzándose el 2,5 por 100 en tasa promedio interanual en 2017, significativamente por encima del crecimiento potencial estimado para el conjunto del área del euro, inferior al 1,5 por 100 del PIB<sup>9</sup>. La recuperación ha sido especialmente vigorosa en términos del empleo, de forma que, desde mediados de 2013, se han creado 7.000.000 de empleos en la eurozona, lo que implica que se habría recuperado el empleo destruido durante la crisis. Por su parte, la tasa de desempleo se ha reducido significativamente, hasta situarse en el 8,5 por 100 en abril de 2018, lo que representa su valor mínimo desde finales de 2008. La información recibida en la parte transcurrida de 2018 apunta, además, a un mantenimiento

<sup>7</sup> BANCO DE ESPAÑA (2018) y BURRIEL y GALESÍ (2016).

<sup>8</sup> BURRIEL, MARTÍ y PÉREZ (2017).

<sup>9</sup> COMISIÓN EUROPEA (2017).

del dinamismo de la actividad, aunque a unos ritmos algo inferiores. En concreto, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo hasta el 0,4 por 100 en el primer trimestre, desde el 0,7 por 100 registrado en los trimestres anteriores. Por otro lado, las últimas previsiones macroeconómicas del Eurosistema, publicadas en junio de 2018, anticipan la continuidad de la expansión económica en los próximos años, con una previsión del crecimiento del PIB de la eurozona para el período 2018-2020 del 2,1 por 100, 1,9 por 100 y 1,7 por 100, respectivamente.

La recuperación se ha ido generalizando por países y sectores, de forma que la dispersión del crecimiento del empleo y del PIB de los países del área del euro se encuentra en niveles históricamente reducidos, y se ha ido extendiendo progresivamente a todos los componentes de la demanda (Gráfico 1). Esta se sustentó inicialmente en el dinamismo del consumo privado, apoyado en las favorables condiciones financieras, el aumento de la riqueza de los hogares y la mejora del empleo y de la confianza. Con posterioridad, la inversión ha ido consolidando ritmos de avance superiores, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva, reducción de los niveles de endeudamiento empresarial y mejora de las expectativas de beneficios. Por su parte, las exportaciones netas se han visto favorecidas por la depreciación inicial del tipo de cambio del euro y, con posterioridad, por la recuperación del comercio mundial. Finalmente, la política fiscal ha ido adquiriendo un tono más neutral, tras la orientación restrictiva derivada de las necesidades de reducir los déficit y deuda públicos.

Esta evolución positiva de la economía ha venido acompañada también de un proceso de saneamiento de la posición patrimonial de familias y empresas muy significativo. Por ejemplo, la deuda bruta consolidada del sector empresarial de la eurozona en relación con su valor añadido se sitúa a finales de 2017 en niveles cercanos a los existentes antes de la crisis, con reducciones muy significativas en los países más endeudados, como España. Del mismo modo, este avance se

ha extendido al sector bancario, de forma que la ratio de capital total de los bancos significativos y las rentabilidades del capital han mejorado.

En cuanto a la evolución de los precios, el desarrollo más importante de los últimos años tiene que ver con la fuerte reducción de los riesgos de deflación, medidos por la probabilidad —determinada por el mercado— de que la inflación se sitúe en territorio negativo de modo persistente (Gráfico 5). Además, el progreso hacia un ajuste sostenido de la inflación ha sido sustancial. Con las expectativas de inflación a largo plazo ancladas, la mencionada fortaleza de la economía y la continuación del elevado grado de acomodación monetaria soportan la confianza en que la convergencia sostenida de la inflación hacia los niveles de referencia del BCE continúe. Las proyecciones más recientes del Eurosistema, de junio de 2018, prevén una evolución de la tasa de inflación que crecería al 1,7 por 100 en 2018, 2019 y 2020.

En resumen, las previsiones disponibles sugieren la continuidad a medio plazo de la actual fase expansiva y una convergencia gradual de la tasa de inflación al objetivo de estabilidad de precios. En este contexto, cabe esperar que, en el futuro, la política monetaria comience a desempeñar progresivamente un papel más limitado. A medida que este proceso de normalización de la dinámica de los precios en la UEM vaya materializándose, cabe esperar que la política monetaria reduzca gradualmente su actual tono extraordinariamente expansivo. En todo caso, más allá de este proceso, persisten algunos retos para la política monetaria que se derivan, entre otros, de la todavía reducida dinámica salarial y de la estimación de unos niveles del tipo de interés natural más reducidos que en el pasado. En el siguiente apartado se repasan estos retos.

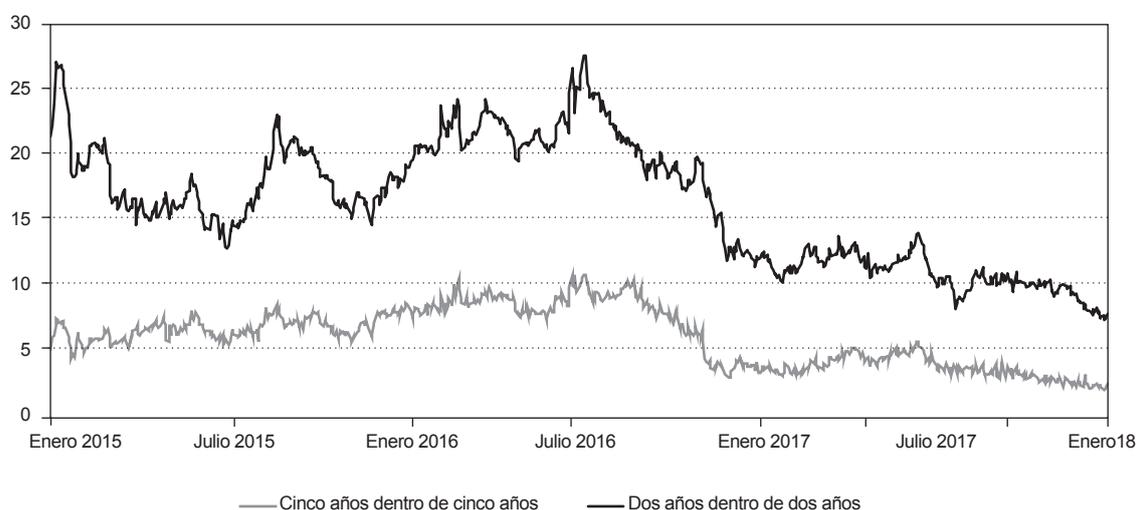
#### 4. Retos de la política monetaria

##### La reducida dinámica salarial

La inflación en la eurozona, en particular la subyacente, ha sido persistentemente baja en los últimos

GRÁFICO 5

## PROBABILIDAD DE UNA INFLACIÓN INFERIOR AL 0 POR 100 EN LA EUROZONA



FUENTE: Banco de España.

años<sup>10</sup>. Una parte importante de la explicación de por qué la inflación se ha mantenido baja de una manera sostenida en los últimos años se encuentra en el moderado avance de los salarios<sup>11</sup>, que han mostrado tasas de crecimiento por debajo de las experimentadas en el período de expansión previo a la crisis, a pesar de la positiva evolución del empleo.

La estimación de curvas de Phillips, que relacionan la tasa de variación de los salarios con el crecimiento de sus determinantes tradicionales (crecimiento de la productividad, inflación pasada y grado de holgura del mercado de trabajo), permite analizar con mayor detalle las razones que se encuentran detrás de esta evolución salarial (Gráfico 6A). En concreto, es destacable que el mayor poder explicativo del bajo crecimiento salarial viene asociado a los bajos niveles de inflación observados en los últimos años, lo que podría estar asociado a

que los procesos de negociación salarial tienden a tener un componente *backward looking* importante que, en un contexto de baja inflación prolongada, genera persistencia en la evolución de los salarios. Por su parte, la aportación del grado de holgura del mercado de trabajo (medida por la distancia entre la tasa de paro y la NAIRU o tasa de desempleo estructural) fue significativa en un primer momento, pero se ha reducido de manera notable, en línea con la reducción progresiva de la tasa de desempleo en la eurozona. Finalmente, el bajo crecimiento de la productividad habría tenido también un efecto negativo sobre la evolución salarial, pero cuantitativamente más limitado.

En todo caso, esta evidencia empírica muestra que el poder explicativo de estos determinantes se ha reducido, lo que sugiere que otros factores, más allá de los tradicionales, podrían estar ejerciendo una presión a la baja sobre los salarios. Entre estos factores, destacan el incremento de las entradas netas de inmigrantes (que podría haber desempeñado un papel relevante en países como

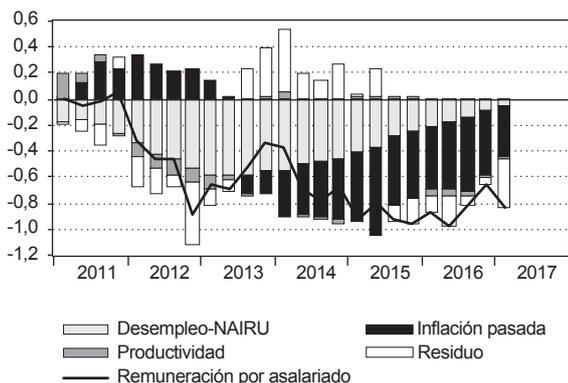
<sup>10</sup> BERGANZA *et al.* (2016).

<sup>11</sup> BANCO DE ESPAÑA (2017b).

### GRÁFICO 6

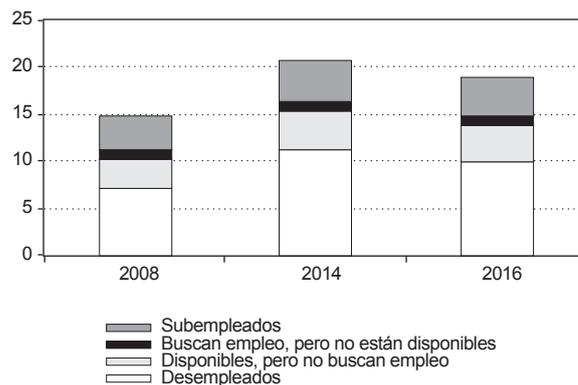
#### CRECIMIENTO SALARIAL EN LA EUROZONA

6A. Crecimiento de la remuneración por asalariado 2011-2017  
(desviaciones con respecto a la media del período en % y pp)



NOTA: Descomposición basada en la curva de Philips.  
FUENTE: Banco de España.

6B. Estimaciones más amplias de la infrautilización del trabajo en la UEM  
(En % población activa ampliada)



Alemania, donde los flujos inmigratorios han sido significativos en los últimos años), y las reformas estructurales de los mercados laborales llevadas a cabo en algunos países del área (por ejemplo, en España).

Adicionalmente, se argumenta que el grado de holgura del mercado de trabajo puede ser superior al que se desprende de las tasas de desempleo convencionales, ya que estas no incorporan a aquellas personas desanimadas en la búsqueda de un empleo o que lo buscan pero no están disponibles para trabajar, ni tampoco a los trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más horas. Si se incluyen estos colectivos, el nivel de desempleo se habría duplicado prácticamente durante la crisis (Gráfico 6B).

Otros factores tienen un carácter más global, dado que el crecimiento moderado de los salarios es compartido por otras economías desarrolladas. En concreto, algunos economistas tratan de explicar la reducción de la sensibilidad de la inflación a las condiciones cíclicas

internas de cada país a fenómenos como la globalización, que habría generado un incremento de la competencia a escala mundial y provocado una reducción de los costes de producción, de los márgenes empresariales y del poder de negociación de los sindicatos, que repercutiría en menor crecimiento de los precios. De esta forma, los precios de las importaciones o una medida de brecha de producción de carácter global (y no nacional) serían relevantes para explicar la evolución de los precios<sup>12</sup>. Además, los cambios tecnológicos recientes, ligados a la inteligencia artificial, al tratamiento de la información y a la robótica, podrían estar teniendo un efecto sustitución del empleo superior al de desarrollos pasados, debilitando adicionalmente el poder de negociación de los trabajadores.

<sup>12</sup> BIS (2014) «Growth and inflation: drivers and prospects», cap. 3, 84th Annual Report, pp. 41-64 y BIS (2015) «Another year of monetary policy accommodation», cap. 4, 85th Annual Report, pp. 64-82.

Finalmente, también se argumenta que el entorno prolongado de baja inflación que acompañó a la crisis financiera internacional y a la crisis de deuda soberana en Europa ha podido generar un cierto desanclaje de las expectativas. En este sentido, existe evidencia (Gimeno y Ortega, 2018) que muestra que las expectativas de inflación estimadas a través de la información proporcionada por los mercados financieros registraron una tendencia descendente desde 2012, hasta situarse en cifras cercanas al 1 por 100 al inicio de 2015. Posteriormente, como se ha señalado, la extensión de los programas de compra de activos para incluir los bonos soberanos por parte del BCE permitió una reversión de esta tendencia. Durante el último año, estas expectativas de inflación a medio plazo se habrían situado en el entorno del 1,7 por 100 en promedio.

La respuesta a este entorno de bajo crecimiento de los salarios y de la inflación ha sido precisamente la aplicación de políticas monetarias no convencionales. Algunos economistas han defendido incluso, según veremos en el siguiente apartado, otras propuestas, como la de elevar el objetivo de inflación de los bancos centrales<sup>13</sup>. Asimismo, esta situación abrió incluso un debate sobre cuál debería ser el papel de otras políticas económicas (en particular, la política fiscal) para acompañar a la política monetaria. En el caso concreto de la eurozona se ha argumentado en favor de que la política fiscal adoptara un tono expansivo en el conjunto de la UEM durante el período de expansión cuantitativa del BCE, dado que los costes de financiación de la deuda pública se encuentran en niveles muy reducidos y, por tanto, el margen de maniobra de la política presupuestaria es mayor. Además, la efectividad de una expansión fiscal en un contexto de política monetaria muy acomodaticia también se vería

favorecida, dado que no cabría esperar una reacción muy significativa de los tipos de interés. En todo caso, dado que la arquitectura institucional actual del área del euro no favorece la actuación coordinada de los distintos países en materia presupuestaria y la ausencia de mecanismos fiscales comunes de estabilización macroeconómica, los argumentos en favor de la creación de algún tipo de mecanismo estabilizador común en la eurozona se han reforzado<sup>14</sup>.

### La política monetaria en un contexto de tipos de interés naturales reducidos<sup>15</sup>

El contexto de bajo crecimiento y de reducida inflación que ha caracterizado a la economía europea y, en general, la de los países desarrollados en la última década ha llevado a los economistas a reflexionar sobre la posibilidad de que detrás de esta dinámica pudieran estar, más allá de factores puramente cíclicos, también algunos elementos estructurales. En el contexto de la política monetaria, esta discusión se ha centrado en analizar hasta qué punto lo que se conoce como el «tipo de interés natural» se encuentra en niveles históricamente bajos, las causas que podrían justificar este hecho, y las implicaciones para la definición y el desarrollo de la política monetaria.

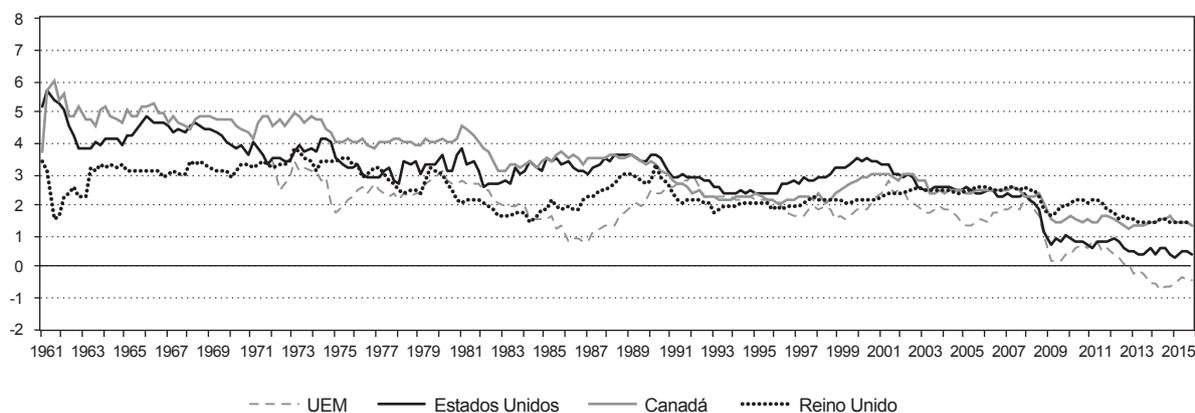
Desde un punto de vista teórico, por tipo de interés natural se entiende aquel tipo de interés real que se alcanzaría en un contexto en el que los precios y los salarios de la economía fueran plenamente flexibles (Woodford, 2003) o, de una forma quizá más intuitiva, aquel tipo de interés real coherente con una situación de pleno empleo (Summers, 2014). La importancia del concepto reside en que la política monetaria óptima, entendida como aquella que maximiza el bienestar social, pasa por estabilizar la brecha del PIB (la distancia entre el nivel del PIB potencial de la economía y el observado) y la inflación, lo cual se logra igualando el tipo de interés real con su nivel natural. Dado que el banco central maneja el tipo de interés

<sup>13</sup> Se ha planteado también la posibilidad de efectuar un impulso fiscal financiado con aumentos permanentes de la cantidad de dinero (lo que se conoce como *helicopter money*) [TURNER (2015)]. Esta propuesta tiene, sin embargo, el gran riesgo de que los agentes económicos podrían interpretar que este impulso podría repetirse en el futuro, lo que llevaría a una pérdida de independencia del banco central.

<sup>14</sup> BCE (2017c).

<sup>15</sup> GALESI *et al.* (2017).

GRÁFICO 7  
TIPO DE INTERÉS NATURAL  
(Tasa anual en %)



FUENTE: HOLSTON, LAUBACH y WILLIAMS (2016).

nominal, esto implica igualar este con el tipo de interés natural más la inflación esperada.

A pesar de la importancia del concepto, conocer cuál es el tipo de interés natural de la economía no es trivial y resulta controvertido, lo que afecta también a su utilidad en la práctica. Dado que no es una variable observable, su valor debe ser estimado, y en la literatura empírica se han propuesto distintas metodologías para efectuar esta estimación. En todo caso, los distintos trabajos empíricos existentes coinciden en calcular unos valores del tipo de interés natural para las principales economías desarrolladas en la actualidad que son significativamente más reducidos que los observados en el pasado (Holston, Laubach y Williams, 2016) (Gráfico 7)<sup>16</sup>.

Los argumentos que se esgrimen para justificar esta caída del tipo de interés natural de las economías desarrolladas son muy diversos. En primer lugar, esta caída sería indicativa de la existencia de un exceso de oferta de ahorro en relación con la demanda de inversión de la economía. El incremento en la oferta

de ahorro se relacionaría, entre otros factores, con el proceso de envejecimiento poblacional de las economías desarrolladas (que habría llevado a un incremento del ahorro de las cohortes de trabajadores de mayor edad para poder financiar su jubilación posterior) o por el aumento del ahorro en las economías emergentes. En cuanto al bajo nivel de inversión, este se asociaría al reducido crecimiento de la productividad y a la caída del precio relativo del capital observado en las economías desarrolladas en la última década. Asimismo, la crisis financiera internacional acontecida a partir de 2007 habría profundizado en algunas de estas tendencias como consecuencia del incremento de la incertidumbre generada o la necesidad de desapalancamiento de muchas economías. Finalmente, otros economistas explican la caída del tipo de interés natural a partir de los movimientos de demanda y oferta de activos seguros. En concreto, la incertidumbre mencionada o la actuación de los bancos centrales (por ejemplo, a través de los programas de expansión cuantitativa) habrían aumentado la demanda de activos seguros y, en paralelo, la crisis financiera

<sup>16</sup> Véase, en la misma línea, FRIES *et al.* (2016).

mundial y de deuda soberana en Europa habría reducido la oferta de activos que previamente eran considerados seguros<sup>17</sup>. Obviamente, el peso que se otorga a cada uno de estos argumentos condiciona hasta qué punto se considera el fenómeno de reducción del tipo de interés natural como meramente transitorio o de carácter más permanente, aspecto sobre el que sigue existiendo una elevada controversia.

¿Qué implicaciones tiene para la política monetaria la existencia de un tipo de interés natural reducido? Las implicaciones son muy relevantes, dado que, como se señaló con anterioridad, la política monetaria óptima, en su objetivo de estabilizar la inflación, busca que el tipo de interés real reproduzca la evolución del tipo de interés natural, de forma que, ante un tipo de interés natural bajo, la autoridad monetaria debe combinar expectativas altas de inflación con tipos de interés nominales reducidos. Si se acepta que los tipos de interés nominales tienen una cota inferior, es decir, que pueden bajar hasta cero o pueden situarse en niveles negativos pero no excesivamente alejados de cero<sup>18</sup>, y asumiendo que la autoridad monetaria ha alcanzado esta cota, la efectividad de la política monetaria se vería seriamente afectada. Por ejemplo, ante una recesión económica, si ese límite inferior se ha alcanzado, el tipo de interés real se situará por encima del tipo de interés natural, es decir, la política monetaria adoptará un tono restrictivo a pesar de que la actividad económica exigiría un tono expansivo, generando menor actividad económica, mayor desempleo e inflación más baja. La caída de la inflación generaría, a su vez, un incremento adicional del tipo de interés real, que podría provocar un círculo vicioso.

<sup>17</sup> Estos argumentos sirven también para explicar la desconexión que parece haberse producido en los últimos años entre tipos de interés a corto plazo muy reducidos de los activos seguros y el rendimiento del capital invertido, más elevado. Esta diferencia se explicaría por la escasez de activos seguros en la economía (CABALLERO y FARHI, 2017).

<sup>18</sup> Lo que se conoce como la «cota inferior efectiva» (ZLB, por sus siglas en inglés). Esta cota inferior surge porque se estima que, a partir de un cierto nivel de tipos de interés negativos, los individuos y empresas preferirían atesorar sus ahorros en forma de billetes antes que pagar el tipo de interés negativo que les cobrarían los bancos.

¿Cómo se puede evitar esta situación en presencia de tipos de interés naturales muy reducidos? La literatura económica ha propuesto distintas opciones. Los programas de expansión cuantitativa y las políticas de orientación sobre el curso futuro de la política monetaria (*forward guidance*) desarrolladas por el BCE y detalladas en el apartado 2 son un ejemplo de cómo buscar mecanismos alternativos al manejo de los tipos de interés nominales que eviten el problema de haber alcanzado el límite inferior de estos. El hecho de que se acepte que el tipo de interés natural se sitúa en niveles estructuralmente bajos implicaría que este nuevo arsenal de instrumentos no convencionales podría convertirse en habitual para los bancos centrales.

Por otro lado, la mayor parte de los bancos centrales en economías desarrolladas operan con un mandato explícito o implícito de mantener la inflación en un entorno de un objetivo numérico dado. Por ejemplo, el Eurosistema tiene un objetivo de inflación «cercano pero inferior al 2 por 100», que es el que permite anclar las expectativas de inflación a largo plazo de los agentes. Ahora bien, en caso de que el tipo de interés natural sea muy bajo (por ejemplo, cero), surge el problema de que, si las expectativas de inflación están ancladas en el 2 por 100, el tipo de interés nominal medio sería del 2 por 100, lo cual deja un margen para bajadas de tipos de interés nominales para épocas recesivas de solo 2 pp. En este contexto, algunos economistas abogan por elevar los objetivos de inflación del banco central<sup>19</sup>. Así, si el banco central fuera exitoso en anclar las expectativas de inflación en ese nuevo objetivo, el margen de maniobra para bajadas del tipo de interés nominal aumentaría. Esta medida no estaría, sin embargo, exenta de costes, dado que un nivel medio de inflación más elevado estaría asociado a mayores costes macroeconómicos en relación con, por ejemplo, las distorsiones que genera sobre

<sup>19</sup> Véase, por ejemplo, BLANCHARD, DELL'ARICCIA y MAURO (2010), que sugieren fijar el objetivo de inflación en el 4 por 100, y KRUGMAN (2014).

los precios relativos o el deterioro del valor real del dinero en efectivo.

Una segunda propuesta ha consistido en defender la sustitución de un objetivo del banco central definido en términos de inflación por uno realizado en términos del nivel de precios (lo que se conoce en la literatura como *price level targeting*)<sup>20</sup>. En este caso, la autoridad monetaria definiría una senda objetivo *ex ante* de medio plazo para la evolución de la inflación (por ejemplo, del 2 por 100 anual). Si, con posterioridad, la inflación (y, por lo tanto, el nivel de precios) quedara por debajo de esa senda, el banco central reaccionaría permitiendo que, en otros momentos, la inflación superara el 2 por 100, de tal forma que se recuperara la senda objetivo para el nivel de precios previamente fijada, es decir, llevaría, tras un período de inflación baja, a que la política monetaria adoptara durante un período más largo un tono acomodaticio con el fin de recuperar el objetivo de nivel de precios. De nuevo, esta propuesta se encuentra sujeta a la dificultad de que, para ser exitosa, requiere que los agentes económicos entiendan perfectamente la estrategia y sus implicaciones y se comporten de manera *forward-looking*, lo cual no puede resultar sencillo en la práctica.

## 5. Conclusiones

En una situación macroeconómica excepcional, caracterizada por un entorno de inflación muy baja durante un período prolongado y perspectivas de crecimiento débiles, el BCE instrumentó un conjunto de medidas no convencionales desde 2014, que incluye reducciones del tipo de interés de la facilidad de depósito hasta situarlo en niveles ligeramente negativos, un programa de compra de activos públicos y privados, la inyección de liquidez a las instituciones financieras vía operaciones de financiación a largo plazo e indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de

interés. Todo este conjunto de medidas ha supuesto un estímulo monetario sin precedentes, que ha permitido una consolidación progresiva de la recuperación en la eurozona y la eliminación de los riesgos previos de deflación.

Constatada esta evolución positiva de la economía en la eurozona, el BCE ha ido recalibrando distintos parámetros de sus instrumentos de política monetaria. Asimismo, las previsiones macroeconómicas más recientes sugieren la continuidad a medio plazo de la actual fase expansiva y una convergencia gradual de la tasa de inflación al objetivo de estabilidad de precios. En este contexto, cabe esperar que, en el futuro, la política monetaria comience a desempeñar progresivamente un papel más limitado. A medida que este proceso de normalización de la evolución de los precios en la UEM vaya materializándose, cabe esperar que la política monetaria reduzca gradualmente su actual tono extraordinariamente expansivo. En todo caso, el compromiso de reinvertir los vencimientos de la cartera por un período prolongado, junto con las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés, garantizan un considerable grado de estímulo monetario en la eurozona por un plazo temporal dilatado.

Más allá de este proceso de normalización de la política monetaria, persisten algunos retos para esta que se derivan, entre otros, del todavía bajo crecimiento salarial en el conjunto de la UEM y de la estimación de unos niveles del tipo de interés natural más reducidos que en el pasado. Estos retos llevan a pensar que algunos de los instrumentos no convencionales aplicados en los últimos años podrían llegar a convertirse en habituales en la implementación de la política monetaria de los bancos centrales. Al mismo tiempo, los argumentos que se encuentran detrás de estos fenómenos, como, por ejemplo, la reducida productividad o el envejecimiento de la población, exigirían afrontarse mediante la aplicación, por parte de los Gobiernos, de las reformas estructurales que mejoren el funcionamiento eficiente de los mercados de factores y productos y servicios. Además, sería importante ganar

<sup>20</sup> Véase, por ejemplo, SVENSSON (1999), VESTIN (2006) y SCHMIDT (2011).

margen de maniobra en la política presupuestaria que permita acompañar a la política monetaria para afrontar futuras crisis. Esto lleva a la necesidad de que las autoridades culminen los procesos de consolidación fiscal todavía en marcha en muchos países europeos y, a escala europea, de reforzar la UEM completando la unión bancaria y la unión de los mercados de capitales, y desarrollando una unión fiscal.

### Referencias bibliográficas

- [1] ARCE, O.; GIMENO, R. y MAYORDOMO, S. (2017). «Making Room for the Needy: the Credit-reallocation Effects of the ECB's corporate QE». *Documentos de Trabajo del Banco de España* nº 1.743.
- [2] BANCO DE ESPAÑA (2015). *Informe Anual*, 2014.
- [3] BANCO DE ESPAÑA (2016). *Informe Anual*, 2015
- [4] BANCO DE ESPAÑA (2017a). *Informe Anual*, 2016.
- [5] BANCO DE ESPAÑA (2017b). «El crecimiento de los salarios en el área del euro», recuadro 3 del Informe Trimestral de la Economía Española. *Boletín Económico*, 3/2017.
- [6] BANCO DE ESPAÑA (2017c). «Las decisiones de política monetaria adoptadas en octubre por el Consejo de Gobierno del BCE», recuadro 2 del Informe Trimestral de la Economía Española, *Boletín Económico*, 4/2017.
- [7] BANCO DE ESPAÑA (2018). *Informe Anual*, 2017.
- [8] BERGANZA, J.C. y DEL RÍO, P. (2016). «Determinantes e implicaciones de las bajas tasas de inflación a nivel global». *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre/2016.
- [9] BIS (2014). «Growth and Inflation: Drivers and Prospects», cap. 3. *84th Annual Report*, pp. 41-64.
- [10] BIS (2015). «Another Year of Monetary Policy Accommodation», cap. 4. *85th Annual Report*, pp. 64-82.
- [11] BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G. y MAURO, P. (2010). «Rethinking Macroeconomic Policy», *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, pp. 199-215.
- [12] BURRIEL, P. y GALESI, A. (2016). «Uncovering the Heterogeneous Effects of ECB Unconventional Monetary Policies Across Euro Area Countries», *Documentos de Trabajo del Banco de España*, nº 1.631.
- [13] BURRIEL, P.; MARTÍ, F. y PÉREZ, J. (2017). «El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM», Artículos Analíticos, *Boletín Económico del Banco de España*, 3/2017.
- [14] CABALLERO, R. J. y FARHI, E. (2017). «The Safety Trap», *NBER Working Paper*, nº 19.927.
- [15] COMISIÓN EUROPEA (2017). *European Economic Forecast*, otoño.
- [16] COCHRANE, J. (2016). «Michelson-Morley, Occam and Fischer: The Radical Implications of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates», en *NBER Macroeconomics Annual 2017*, vol. 32 (2018), M. EICHENBAUM y J. A. PARKER, Ed. pp. 113-226.
- [17] FRIES, S.; MÉSONNIER, J.S.; MOUABBI, S. y RENNE, J.P. (2016). «National Natural Rates of Interest and the Single Monetary Policy in the Euro Area», *Banque de France Working Paper* 611.
- [18] GALESI, A.; NUÑO, G. y THOMAS, G. (2017). «El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria». Artículos analíticos, *Boletín Económico del Banco de España*, 1/2017.
- [19] GARCÍA-SCHMIDT, M. y WOODFORD, M. (2015). «Are Low Interest Rates Deflationary? A Paradox of Perfect-foresight Analysis», *NBER Working Paper*, nº 21.614.
- [20] HOLSTON, K.; LAUBACH, T. y WILLIAMS, J. C. (2016). «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants». *Finance and Economics Discussion Series* 2016-073. Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- [21] KRUGMAN, P. (2014). «Inflation Targets Reconsidered», *ECB Forum on Central Banking*. Mayo 2014.
- [22] SUMMERS, L. H. (2014). «US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound», *Business Economics*, 49, pp. 65-73.
- [23] SCHMIDT, S. (2011). «The Cost-channel, Indeterminacy, and Price-level versus Inflation Stabilization», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 11(1).
- [24] SCHMITT-GROHÉ, S. y URIBE, M. (2014). «Liquidity Traps: An Interest-Rate-Based Exit Strategy», *The Manchester School*, 82, S1, pp. 1-14.
- [25] SCHMITT-GROHÉ, S. y URIBE, M. (2017). «Liquidity Traps and Jobless Recoveries», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(1), pp. 165-204.
- [26] SVENSSON, L.E.O. (1999). «Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?» *Journal of Money, Credit and Banking*, 31(3), pp. 277-295.
- [27] TURNER, A. (2015). «The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue», presentado en la *16th Jacques Polak Annual Research Conference* del Fondo Monetario Internacional.
- [28] VESTIN, D. (2006). «Price-level versus Inflation Targeting», *Journal of Monetary Economics*, 53(7), pp. 1.361-1.376.
- [29] WOODFORD, M. (2003). *Interest and Prices*. Princeton University Press.

## ***Informe Mensual de Comercio Exterior***



El Informe Mensual de Comercio Exterior, elaborado por la Secretaría de Estado de Comercio, proporciona un análisis detallado de las exportaciones e importaciones de bienes desde o hacia España a partir de los datos del comercio declarado proporcionados por el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Tributaria. El informe presenta una radiografía del comercio exterior del mes y del acumulado del año atendiendo a diversas variables: sectores económicos, áreas geográficas/ países y comunidades autónomas y provincias en las que se llevan a cabo. Accesible en: <http://www.comercio.gob.es/es-ES/comercio-exterior/estadisticas-informes/Paginas/Informes-de-Comercio-Exterior.aspx>