
La nueva política monetaria e implicaciones de política fiscal

*Gumersindo Ruiz*¹
Universidad de Málaga
Belén de la Torre
Universidad de Málaga
Vanesa Moral
Universidad de Málaga

Recibido: 15-10-2019

Revisado: 5-12-2019

Aceptado: 10-12-2019

¹ gumersindo.ruiz@instai.es

La nueva política monetaria e implicaciones de política fiscal

Resumen. En un trabajo anterior (Ruiz, 2017) desarrollamos las relaciones entre políticas monetarias y fiscales tal como vienen actualmente determinadas por las políticas monetarias de los bancos centrales. Estas políticas han ido cobrando consistencia teórica y en su implementación, y podría hablarse de una teoría de la política monetaria, que estableciera los fundamentos sobre los cuales pueden darse los efectos probables de las políticas. Mientras tanto, parece conveniente identificar cuáles son las nuevas herramientas de política monetaria; el mecanismo de transmisión al crédito y precios, como efectos que la teoría convencional espera de esta política; y las implicaciones de política fiscal de la misma, al consolidarse una intervención monetaria en la deuda pública. Para ello hemos construido un conjunto de gráficos que responden a cada uno de los elementos que dan forma a la nueva política monetaria.

Palabras clave: Política monetaria; Política fiscal; “*Forward guidance*”; Inflación; Deuda pública.

Clasificación JEL: E31, E52, E62, H63.

The new monetary policy and fiscal policy implications

Abstract. In a previous paper (Ruiz, 2017) we developed the relationships between monetary and fiscal policies as they are currently determined by the monetary policies of central banks. These policies have become really consistent not only in theory but also in practice, and we could speak of a theory of monetary policy, which established the foundations on which the probable effects of the policies could happen. Meanwhile, it seems appropriate to identify what are the new monetary policy tools; the mechanism of transmission to credit and prices, as effects that conventional theory expects from this policy; and its fiscal policy implications, when a monetary intervention in the public debt is consolidated. For this we have built a set of graphics that respond to each of the elements that shape the new monetary policy.

Palabras clave: Monetary policy; Fiscal policy; Forward guidance; Inflation; Public debt.

JEL codes: E31, E52, E62, H63.

1. Introducción

En este trabajo abordamos las implicaciones que la nueva política monetaria, llevada a cabo en los últimos años por los bancos centrales, tiene en la política fiscal de los países, centrandó el análisis en la zona del euro y el Banco Central Europeo, aunque se hacen referencias a Estados Unidos o Japón y sus respectivas autoridades monetarias.

El trabajo está dividido en tres partes. En la primera, hacemos una recopilación de los principales instrumentos con los que operan los bancos centrales, y el papel de cada uno de ellos. Podemos identificar, al menos, los siguientes: los tipos de interés de intervención o referencia, en cero o cercanos a cero en los últimos años; los tipos de interés de las reservas bancarias, en negativo; las compras de activos de deuda pública y privada; la actuación, comprando y vendiendo bonos de distintos plazos, sobre la curva de tipos de interés; las indicaciones al mercado o *forward guidance*; y las políticas macroprudenciales y de regulación del sistema financiero.

En la segunda parte, analizamos el efecto que ha tenido la nueva política monetaria en la inflación, como variable objetivo del banco central, y en el crédito bancario. Por un lado, los precios al consumo y las expectativas de su evolución futura se mantienen en niveles bajos y, por otro, el crecimiento del crédito bancario es modesto, aun con la política monetaria excepcionalmente expansiva llevada a cabo.

Para finalizar, en la tercera parte, nos referimos a las implicaciones de política fiscal de esta nueva política monetaria. En concreto, vemos cómo han evolucionado los volúmenes de deuda pública y su coste en los principales países del área del euro, así como el papel del BCE en el mercado dado el peso que la deuda tiene en su balance. El Banco ha pasado a ser, en pocos años, uno de los principales tenedores de deuda pública en la eurozona, con las consecuencias que esto tiene en la política fiscal de los países favoreciendo el mantenimiento de déficits fiscales.

El trabajo termina con una referencia al intento de proporcionar cobertura teórica a las decisiones de los bancos centrales, a partir de una conferencia del presidente del BCE en agosto de 2017. Podría hablarse de una teoría de la política monetaria, que cambiaría por completo la forma en la que se percibe actualmente la actuación de los bancos centrales.

En este contexto surge la Teoría Monetaria Moderna, junto a propuestas de política fiscal expansiva, en las que ésta tendría una función más activa frente al papel predominante actual de la política monetaria.

2. Nuevas herramientas de política monetaria

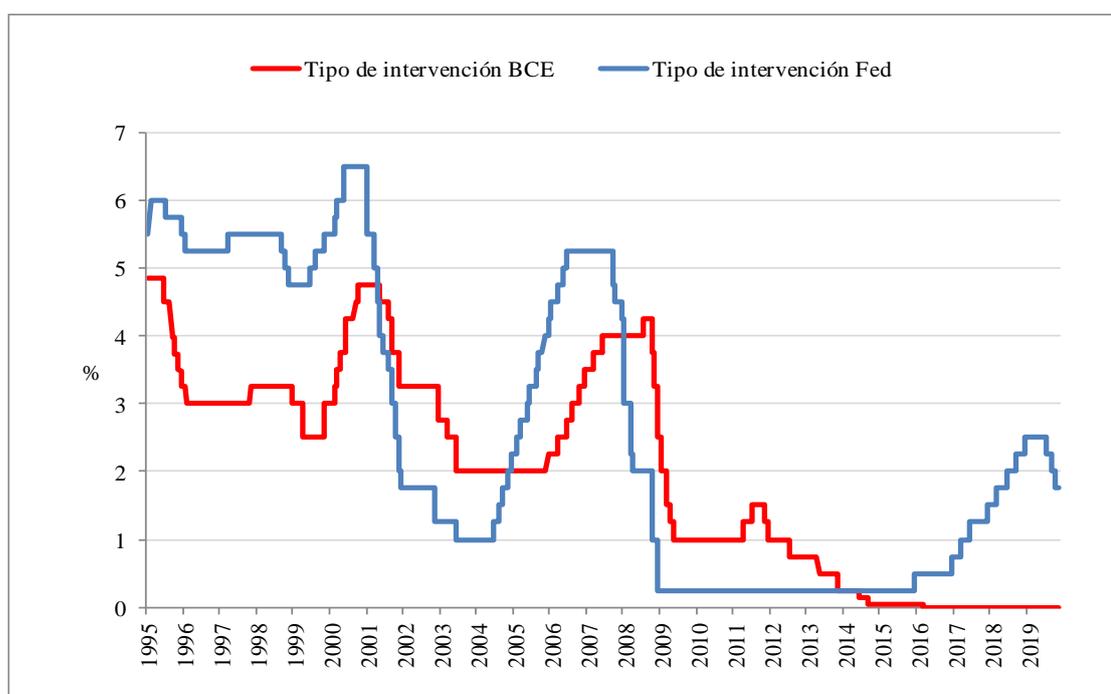
2.1. Tipos de intervención

El Gráfico 1 recoge la evolución, a lo largo de los últimos 25 años, de los tipos de intervención en Estados Unidos y Europa. Los movimientos llevados a cabo por los dos bancos centrales siguen, salvo en la etapa más reciente, un patrón similar, aunque, en general, las decisiones de la Reserva Federal son anteriores y de rango más amplio a las llevadas a cabo por el BCE. Se observa un primer período de bajadas, en la crisis del final del milenio, en que la Fed rebaja el tipo de intervención del 6,5 por ciento al 1 por ciento en poco tiempo, y el BCE del 4,75 por ciento al 2 por ciento; después se dan subidas en los años de la burbuja 2005-2006, que son llevadas a cabo por el BCE con cierto retraso.

Con la crisis financiera de 2007 se inicia la etapa de bajadas que llega a la actualidad. En los Estados Unidos, los tipos permanecen próximos a cero durante siete años, y a finales de 2015 la Fed inicia un período de subidas lentas, que justifica en la mejora de la economía y un nivel de desempleo en mínimos; estas subidas se frenan en 2018, y en la segunda mitad de 2019 la Fed recorta de nuevo el tipo de interés, en tres ocasiones, del 2,5 por ciento al 1,75 por ciento. En la eurozona, sin embargo, el ciclo económico difiere del de Estados Unidos, y el BCE mantiene el tipo de intervención sin apenas cambios desde 2014, y en el 0 por ciento desde 2016.

En general, los movimientos que llevan a cabo los bancos centrales son rápidos en las bajadas y lentos en las subidas, y los niveles de tipos actuales, tan bajos, son una anomalía cuando los vemos con perspectiva. Destaca también la percepción por parte de los bancos centrales, no solo de variables convencionales como los precios o el crecimiento, vinculadas con sus herramientas de política, sino otras como los riesgos del comercio internacional, o los que se derivan de hechos estrictamente políticos.

Gráfico 1. Tipos de intervención de los bancos centrales



Fuente: Bloomberg.

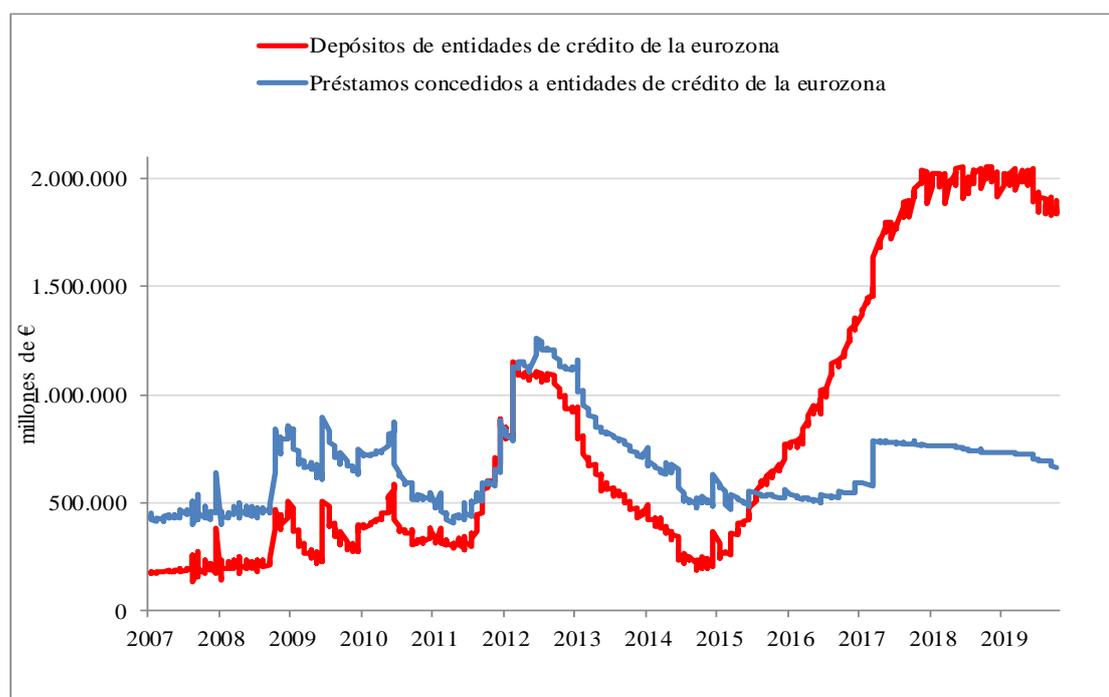
2.2. Tipos negativos a las reservas bancarias

Los tipos negativos pueden entenderse analizando dos partidas del balance del BCE: la de préstamos a entidades de crédito, en el activo, y la de depósitos de estas entidades en el banco central, que forman parte del pasivo de éste. En la etapa anterior a la puesta en marcha del programa de compra de bonos a gran escala por parte del BCE, los depósitos de las entidades de crédito en el banco central (formados principalmente por cuentas corrientes, reservas mínimas, y la facilidad de depósito) tenían como contrapartida principal los préstamos que el banco central concedía a las entidades, de ahí que la evolución de las dos

grandes partidas, de activo y pasivo, siguiera un patrón similar como puede verse en el Gráfico 2.

Después, tras el inicio de las compras de bonos por parte del BCE en 2015, la evolución de las dos partidas se separa, y los depósitos crecen con fuerza, y su principal contrapartida en el activo del banco central es, a partir de entonces, la cartera de bonos que el banco central va incrementando hasta finales de 2018.

Gráfico 2. Préstamos y depósitos de las entidades de crédito en el BCE



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

El BCE carga actualmente un 0,5 por ciento de interés a los depósitos de las entidades, o reservas voluntarias en el BCE, con algunas limitaciones, lo que puede considerarse el origen de los tipos de interés negativos ya que estos se transmiten al mercado interbancario; en él se ha normalizado un mercado de tipos negativos relativos, que se ha extendido a deuda pública y privada de más largo plazo y menos calidad crediticia.

La política del BCE consiste en reorientar mediante tipos negativos los depósitos bancarios hacia inversión crediticia, pero esta depende de la demanda de crédito y no sólo de la capacidad de prestar de las entidades, y de la política del BCE con los tipos de interés.

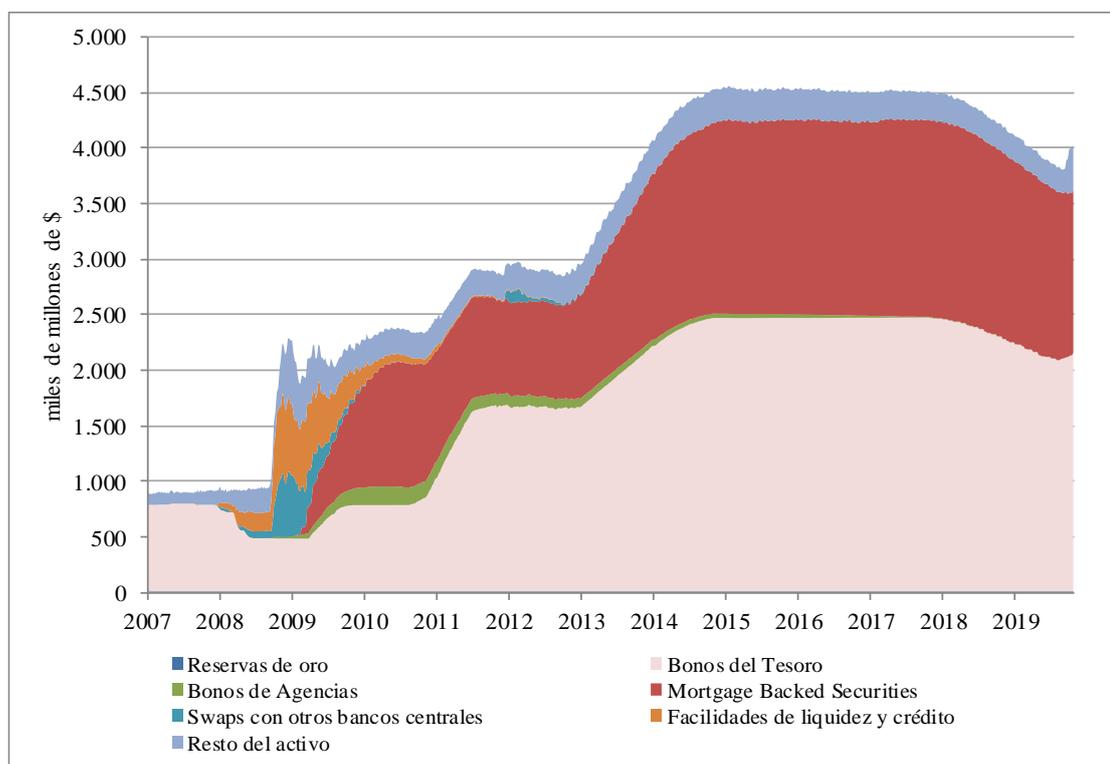
Nos referiremos también al papel de los bajos tipos en la petición de préstamos por parte de los bancos al BCE, en el periodo 2012 a 2013, donde se observa una fuerte subida. Los bancos compraron con esta liquidez deuda pública, aprovechando el diferencial entre los tipos de ésta y los que pagaban al BCE; de esta forma, indirectamente, el BCE ayudó a financiar la deuda pública en un momento delicado para algunos países del Eurosistema. Esta actividad cae al hacerlo los tipos de la deuda, pues no entraba en las expectativas de aquel momento que los tipos llegaran a ser negativos. El alcance de tipos de interés muy bajos para la eficacia de la política monetaria ha sido objeto de distintos análisis (Borio y Hofmann, 2017) y la acomodación del mercado a tipos negativos puede verse en (Altavilla, Burlon, Giannetti y Holton, 2019).

2.3. Compras de activos de deuda pública y privada

En el balance de la Reserva Federal (Gráficos 3 y 4) destaca su enorme expansión, multiplicándose por cinco desde el comienzo de la crisis. La política conocida como “Quantitative Easing” consiste en comprar deuda pública y privada, consiguiendo con ello reforzar la bajada en los tipos de interés. El banco central compra principalmente bonos del tesoro, y títulos que tienen como soporte crédito hipotecario (*Mortgages Back Securities*), cuyo mercado había desaparecido como consecuencia de la crisis inmobiliaria. La Reserva Federal los compra y rescata así un mercado que se caracteriza por la financiación mediante la emisión de bonos, a diferencia del mercado europeo donde los préstamos quedan en el balance bancario.

A partir de 2017, donde hay un máximo de 4,5 millones de millones de dólares, el balance se reduce como respuesta de la política monetaria a la buena evolución de la economía y el empleo. La reducción es paulatina al no haber expectativas inflacionistas que forzaran una política monetaria más estricta.

Gráfico 3. Activo de la Fed

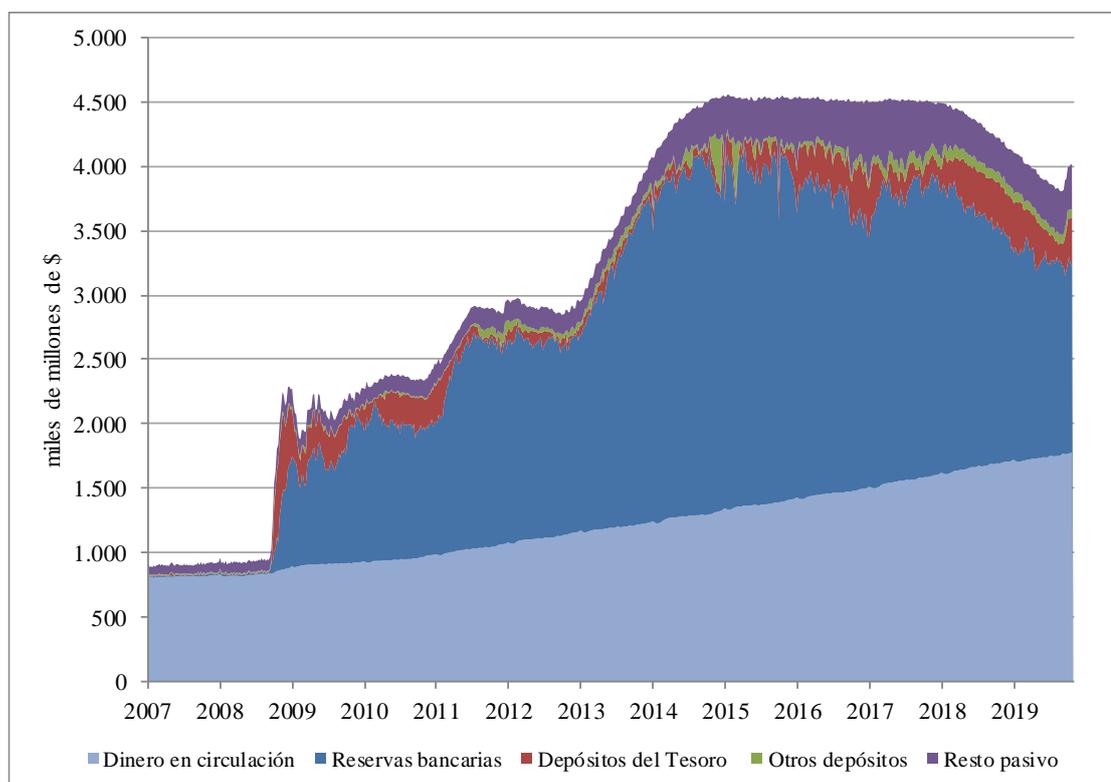


Fuente: Federal Reserve System.

En el caso del BCE también es significativo el aumento del balance (Gráficos 5 y 6), expresado en euros. Destacan dos momentos: cuando suben los préstamos a bancos –que como indicábamos antes se utilizan para compras de deuda-; y posteriormente la compra directa por el BCE de deuda, principalmente pública pero también privada. Al finalizar la compra de bonos a finales de 2018, se siguen reinvertiendo íntegramente los activos a su vencimiento, y en noviembre de 2019 se reanudan las compras netas. Los préstamos a bancos cumplen formalmente la función instrumental de proporcionar liquidez, que

tradicionalmente fue a corto plazo; sin embargo, tras la crisis, el BCE mantiene programas de liquidez a plazos relativamente largos con el objeto de facilitar el crédito a empresas y familias por parte de los bancos. Estos programas se mantienen en la actualidad, aun cuando los bancos no tienen necesidad de liquidez ante una demanda retraída de crédito, y lo que desearían es trabajar con un margen mayor de intereses.

Gráfico 4. Pasivo de la Fed



Fuente: Federal Reserve System.

El pasivo del balance es similar en ambos bancos centrales; el crecimiento de la base monetaria no tiene relación con el programa de compras, y sigue el crecimiento de la economía, los precios, y el efecto de la velocidad de circulación del dinero, siendo mayor en Estados Unidos que en Europa por el mayor incremento del producto y los precios. La financiación de las compras se hace mediante reservas bancarias voluntarias, en ambos casos, aunque en Estados Unidos se remuneran, y en la UE se penalizan.

Gráfico 5. Activo del BCE

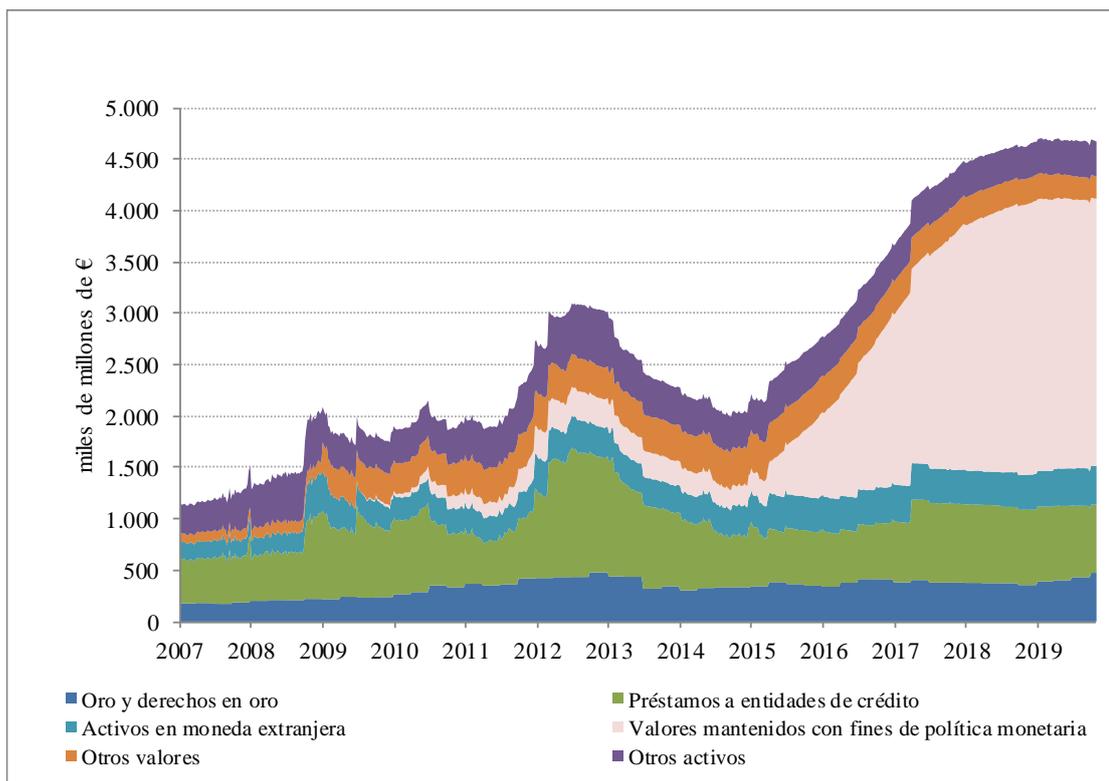
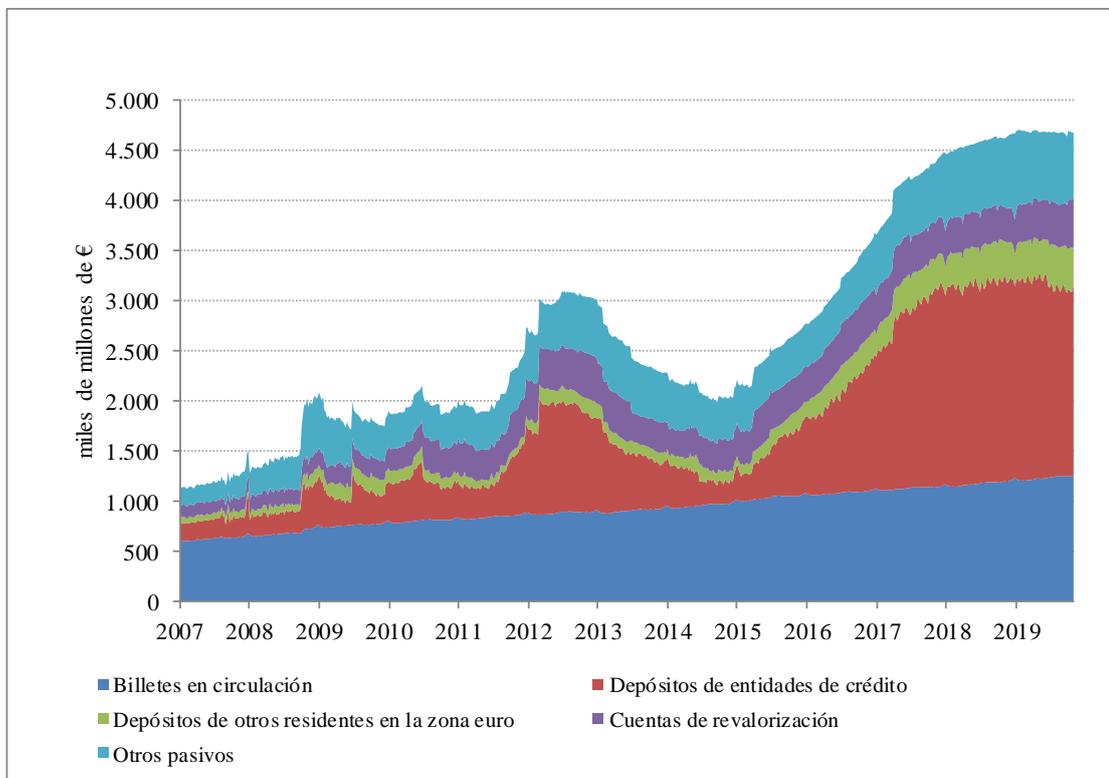


Gráfico 6. Pasivo del BCE

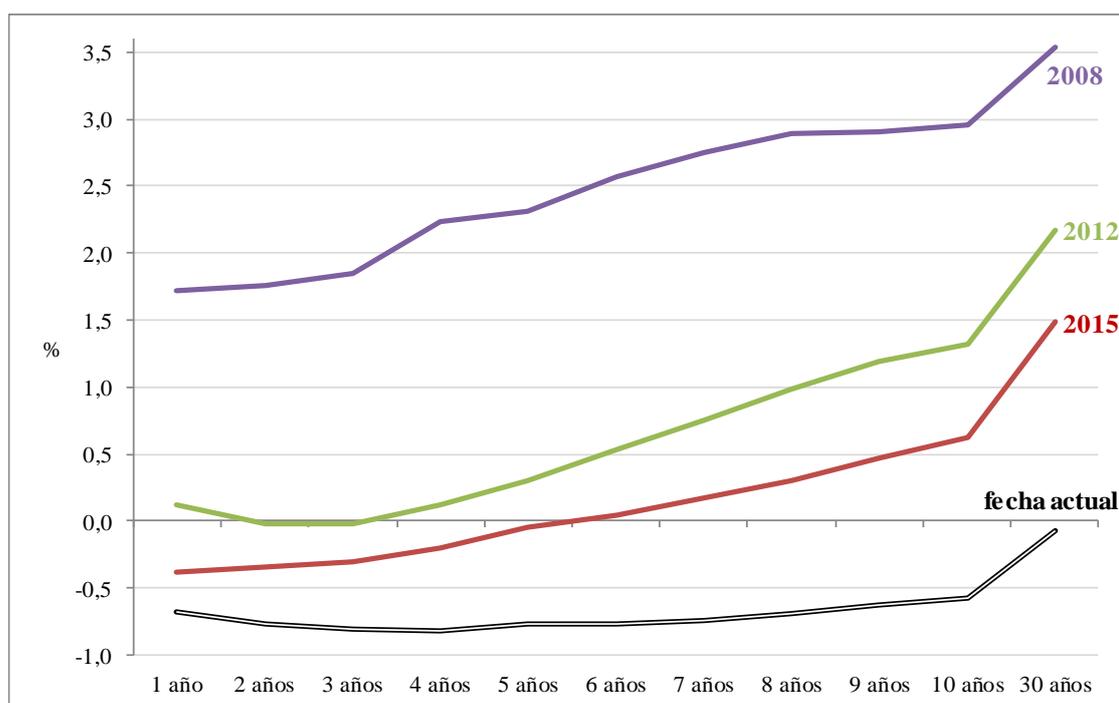


2.4. Acción sobre las curvas de tipos

Tomamos la curva alemana como referencia para la UE; las diferencias con respecto a otros países del área del euro eran relativamente reducidas antes de la crisis, aumentaron hasta llegar a una situación de fuerte inestabilidad de la deuda y el euro en 2012, y desde entonces han vuelto a converger, a los bajos tipos generales actuales.

En el Gráfico 7 recogemos la curva de tipos de la deuda alemana en distintos momentos del tiempo, y observamos un movimiento claro y paulatino a la baja en todos los plazos. Seleccionamos los años siguientes: 2008, como fecha de inicio de la crisis financiera global; 2012, como momento de máxima tensión en los mercados de deuda europeos; y 2015, fecha en la que el BCE pone en marcha sus programas de compra de bonos, principalmente de deuda pública. En el año 2012 los tipos en Alemania se sitúan en cero o muy próximos a cero en plazos cortos y medios, a finales de 2014 vemos por primera vez rentabilidades negativas en los plazos cortos, que se van desplazando progresivamente hasta alcanzar los más largos. A cierre del tercer trimestre de 2019, todos los bonos públicos alemanes cotizan en negativo en los mercados secundarios.

Gráfico 7. Curva de tipos en Alemania



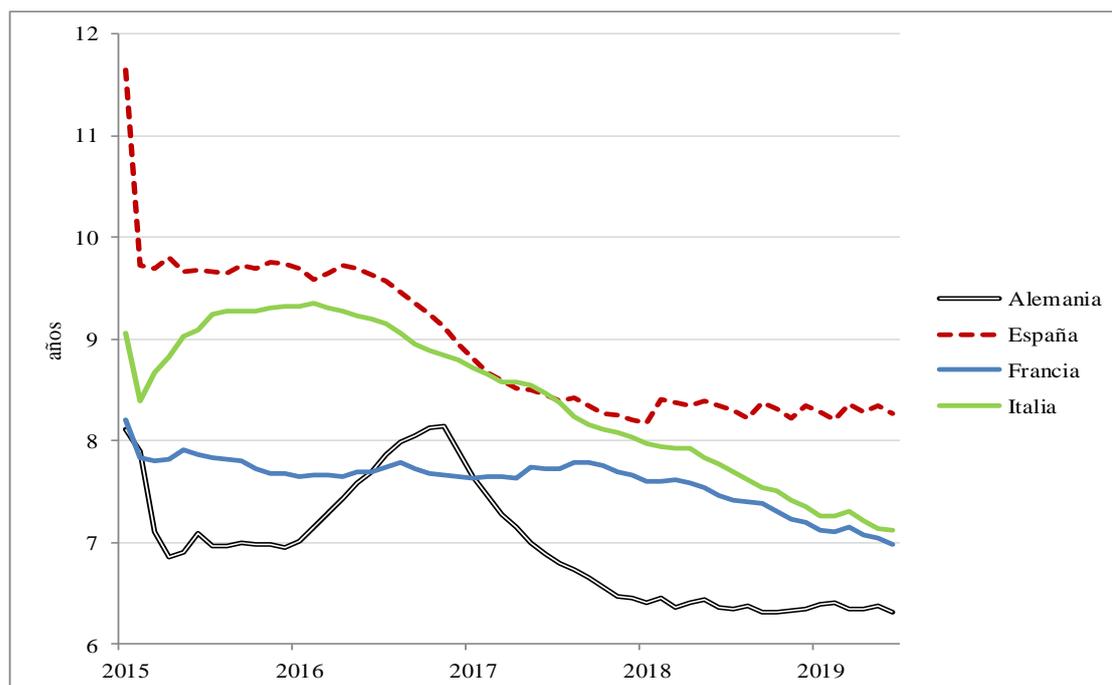
Fuente: Bloomberg.

Adicionalmente, recogemos (Gráfico 8) cómo ha ido evolucionando el vencimiento medio de la cartera de bonos del BCE por países, desde que comenzara el programa de compra de activos. En términos generales, la duración de la cartera se ha reducido, desde el primer dato (del mes de marzo de 2015) en 8,6 años, a los 7,2 años actuales. Por países la situación difiere: en España, cuyos bonos son los de plazo más largo en la cartera del BCE, el vencimiento medio se mantiene estable, en torno a 8,3 años, desde comienzos de 2018, después de haberse reducido con fuerza desde el principio (las compras del primer mes se hicieron a casi 12 años y las sucesivas cerca de los 10); los bonos alemanes son, por contra,

los de menor duración (6,3 años), que también se mantiene estable desde 2018. La duración de la cartera de deuda francesa es la que ha sufrido menos cambios en todo el período, aunque en la etapa final su tendencia es a la baja. Y en el caso italiano, donde la duración actual (7,1) es cercana a la francesa (ligeramente inferior a 7), la tendencia es bajista desde el principio.

Por lo tanto, el BCE, a través de su programa de compra de títulos, actúa sobre las curvas de tipos de interés de los países, comprando bonos y/o reinvertiendo los vencimientos en diferentes plazos.

Gráfico 8. Vencimiento medio ponderado de la deuda pública en el balance del BCE



Fuente: ECB.

La importante implicación de política económica es que la actuación sobre los tipos de la curva, comprando o vendiendo, da cuerpo a un nuevo instrumento de política monetaria, al poder cambiar el BCE la composición de los activos en su cartera, sin aumentar el volumen de la misma. Esta operatoria está sujeta a la disponibilidad de títulos en el mercado, entre otros aspectos prácticos que influyen en la oportunidad de las compraventas.

Otra característica de las curvas de tipos actuales, que se acentúa en la norteamericana, es el cambio en la pendiente, que se hace plana e incluso negativa, contra la lógica de que los tipos de interés a plazos largos deberían ser más altos que los de plazos cortos, recogiendo así la prima de riesgo temporal. Una curva plana o invertida se asocia tradicionalmente a expectativas de que la inflación (y el crecimiento) son débiles, lo que llevaría a bajadas de tipos y, en general, una política monetaria expansiva. Sin embargo, esta interpretación se ve condicionada hoy por los tipos de interés excepcionalmente bajos y la búsqueda de rentabilidades –o posicionamiento a tipos de interés menos negativos- en plazos más largos; pero, sobre todo, por la ausencia de una relación contrastable entre expectativas de inflación y crecimiento.

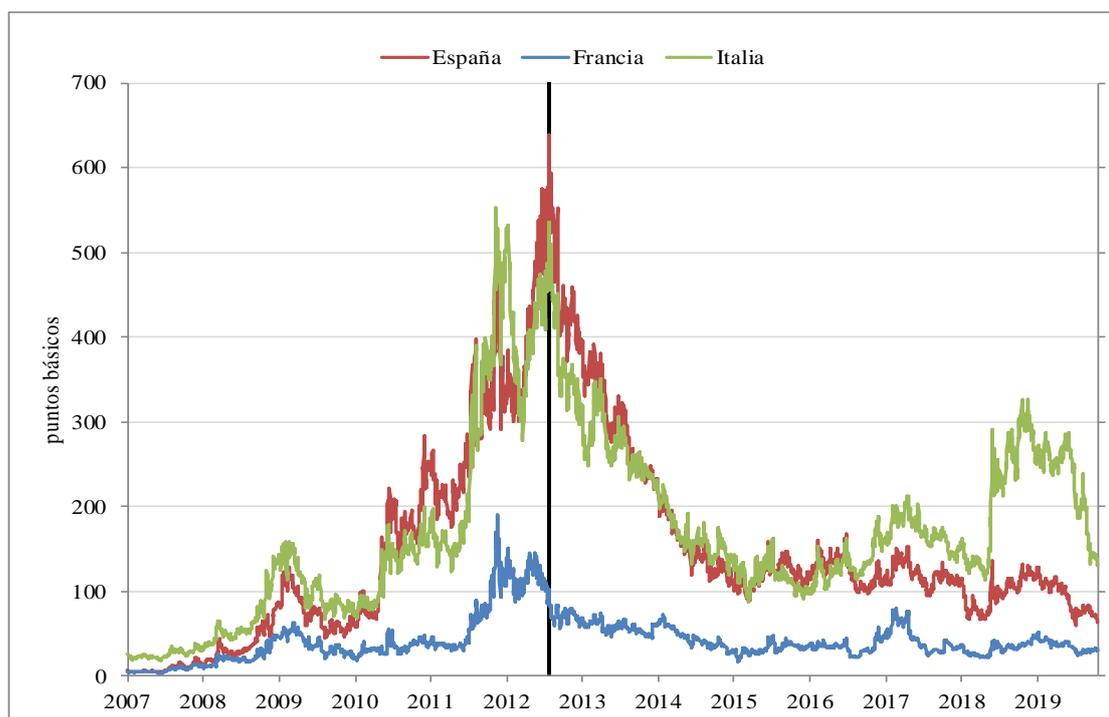
2.5. *Forward guidance* y políticas de regulación

El discurso de Mario Dragui en julio de 2012, en el que afirmó: “Dentro de nuestro mandato, el BCE está preparado para hacer lo que sea necesario para preservar el euro. Y créanme, será suficiente”, marca un punto de inflexión en los mercados de deuda europeos, que en esas fechas estaban fuertemente tensionados. Como puede verse en el Gráfico 9, los diferenciales de la deuda a 10 años con Alemania se habían ampliado hasta alcanzar los 640 puntos básicos en el caso español o 550 puntos básicos en el italiano, de manera que los bonos a 10 años superaron el umbral del 7 por ciento en los dos países.

Tras la intervención de Dragui los tipos de interés de la deuda se giran a la baja y caen con contundencia, al anticipar los mercados algún tipo de apoyo del banco central en forma de compra de activos, tal y como venía realizando, desde el año 2009, la Reserva Federal en los Estados Unidos, y era una práctica corriente para el Banco de Japón.

La caída de las primas de riesgo en la eurozona es muy fuerte hasta el año 2015, y por tanto antes de que el banco central dé comienzo a las compras de activos a gran escala (que se inician en marzo de 2015, las de deuda pública). Después, las primas de riesgo se mantienen más estables, aunque los tipos de interés siguen cayendo y marcan mínimos en la mayor parte de países. Los bonos alemanes se consolidan en niveles negativos, incluso en los plazos muy largos, y el bono español a 10 años roza el 0 por ciento en el verano de 2019.

Gráfico 9. Diferenciales de la deuda del gobierno a 10 años con respecto a Alemania



Fuente: Bloomberg.

Esta forma de actuar dando indicaciones al mercado, que se conoce como “forward guidance”, tiene un antecedente en las expectativas que los bancos centrales creaban con el instrumento del tipo de interés, de manera que el efecto sobre variables como la inflación, por ejemplo, era más intenso que el que pudiera derivarse de la propia medida.

Nótese que en 2012 el BCE no toma ninguna medida y, sin embargo, el efecto que se consigue es muy fuerte. De esta forma, el *forward guidance* es un verdadero instrumento de política monetaria, y puede analizarse el efecto de la comunicación por parte de los bancos centrales sobre los tipos de interés y precio de los activos financieros, bonos y otros, en el mercado (Orphanides, 2019).

El *forward guidance* proporciona una explicación de la política monetaria que se sigue, según las previsiones hechas públicas por los bancos centrales sobre las variables económicas más significativas, así como amenazas de difícil cuantificación –comercio exterior, inestabilidad política- que pesan sobre la economía.

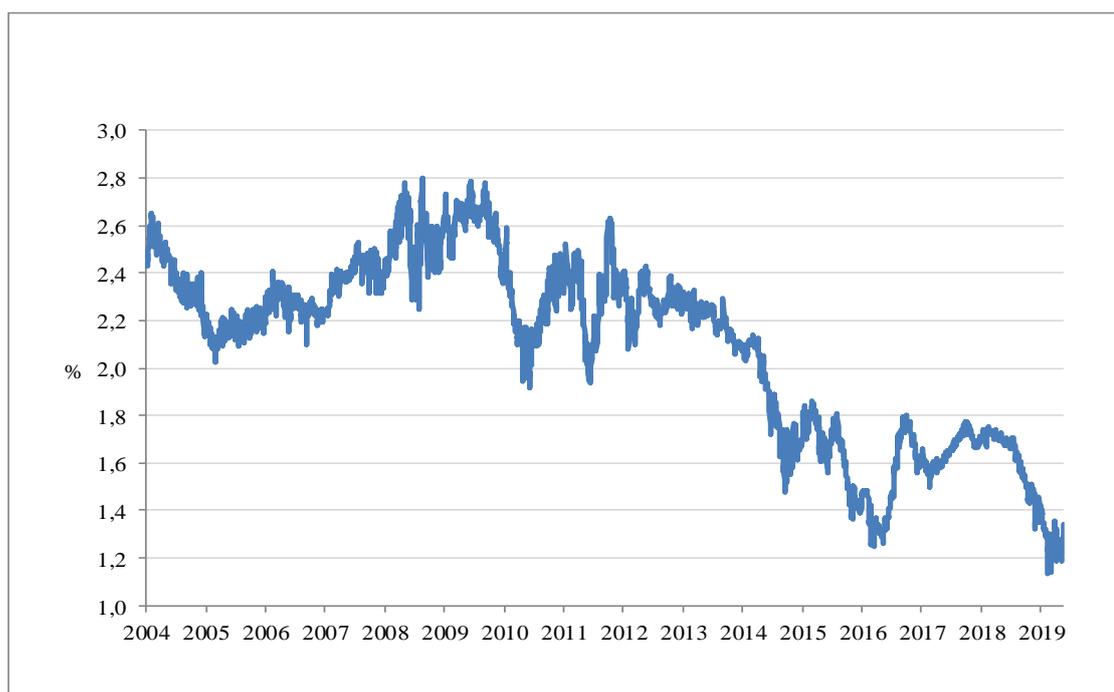
Los bancos centrales tienen también un instrumento de política monetaria en la supervisión bancaria, a partir de las regulaciones nacionales –que en el caso de la UE supone la trasposición de las directivas europeas a la normativa de cada país-. Aunque hay un marco general contable y unas normas que el Comité de Basilea trata que sean de aplicación general, cada jurisdicción tiene matices importantes en la aplicación de las mismas, y en las expectativas de la supervisión sobre las prácticas bancarias que se establecen mediante “guías” de la Autoridad Bancaria Europea (EBA). En concreto, esto afecta a la ponderación de riesgo del crédito y el coste de capital del mismo, lo que permite al banco central ser más flexible o rígido en cuanto a las exigencias respecto a la concesión de crédito. Podría discutirse si este es un verdadero instrumento de política monetaria, pues, aunque no hay duda de su discrecionalidad y heterogeneidad de aplicación, pretende tener un carácter estructural y estable.

3. El mecanismo de transmisión al crédito y variable precios

3.1. Transmisión a precios

La cuestión de la inflación es particularmente significativa, tanto en relación con la política monetaria como a planteamientos nuevos de política fiscal. Los bancos centrales pueden tener un doble objetivo, crecimiento e inflación, como la Reserva Federal; o únicamente la inflación, como el BCE. Este objetivo suele establecerse convencionalmente en el 2 por ciento, con posibilidad de que se aparte de esa cifra en un periodo de 18 meses por alteraciones temporales de los precios, debidas por ejemplo al impacto de las materias primas y energía, que no afecten a las expectativas a más largo plazo de la inflación.

En el Gráfico 10 recogemos las expectativas de inflación de la eurozona, a través de uno de los indicadores generalmente aceptados en su estimación, el tipo swap de inflación a 5 años, dentro de 5 años. Desde el año 2014 la inflación esperada se mantiene por debajo del objetivo del 2 por ciento del BCE, y a lo largo del último año se afianza el movimiento a la baja, de manera que el incremento esperado de los precios cae del 1,7 por ciento a finales de 2018 al 1,2 por ciento actual, que es el porcentaje más bajo de los registrados. Por lo tanto, la política monetaria expansiva del banco central ha estado acompañada de unas expectativas bajistas de los precios al consumo.

Gráfico 10. Expectativas de inflación en la eurozona

Fuente: Bloomberg.

La inflación se ha relacionado estrechamente con el crecimiento de la economía, con un esquema de pensamiento que va de una política monetaria expansiva a más crecimiento, y más inflación. Sin embargo, la experiencia de estos años muestra que estos no han sido los efectos de una política monetaria extraordinariamente expansiva, que si bien ha podido revertir la tendencia a la recesión y la deflación, no ha dado lugar a un crecimiento de los precios que, en el caso de la UE, ni siquiera alcanza el 2 por ciento de referencia. Las expectativas también señalan a tipos inferiores al 2 por ciento.

La falta de respuesta de los precios ante una política monetaria expansiva, es lo que lleva a plantear que hay en la UE margen para una política fiscal relativamente expansiva que genere cierta inflación, y permita una cierta normalización de la política monetaria. Estas ideas surgen a partir de la falta de vigencia de lo que durante tiempo se había considerado un principio económico fundamental, y que para algunos países y épocas recogía la llamada curva de Phillips, que en su versión más estricta indicaba al menos una relación causa efecto entre el incremento del empleo y los salarios, y el aumento de la inflación. Actualmente, se interpreta que las expectativas de precios están ancladas por la confianza en la actuación de los bancos centrales, junto con una tendencia debida a la internacionalización de los intercambios, eficiencia de las cadenas de valor, y competencia por las tecnologías de la comunicación e información (Baldwin, 2016). Sobre la falta de relación de la política monetaria con variables convencionales, ver (Galesi, Nuño y Thomas, 2017) y (Powel, 2019).

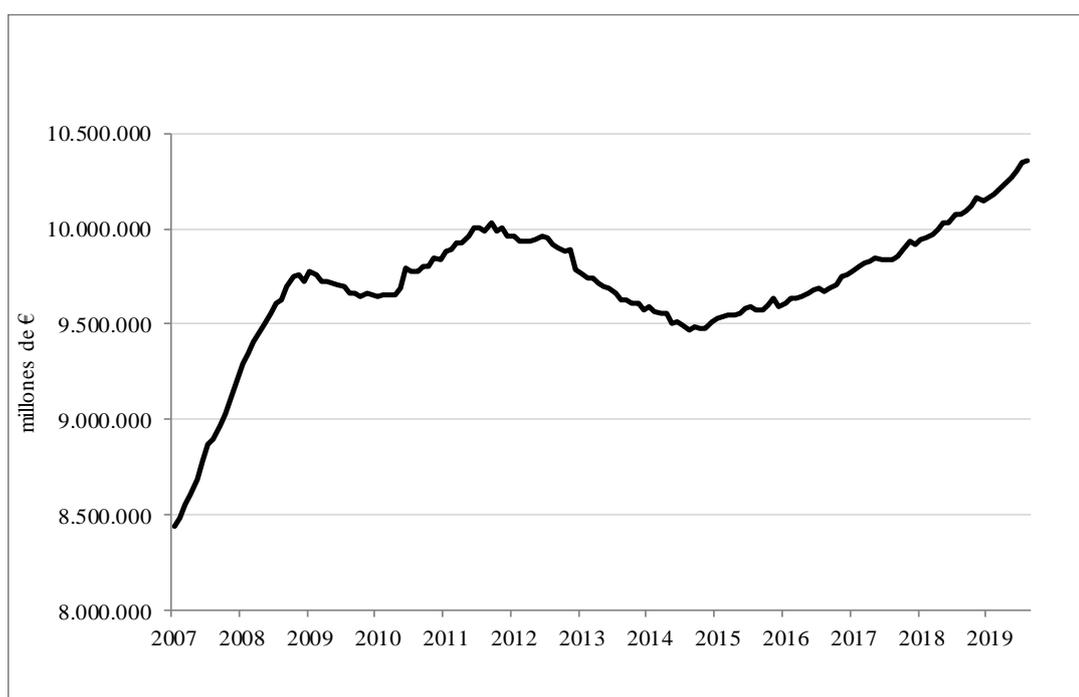
3.2. Transmisión al crédito

Uno de los objetivos (instrumentales) del BCE para mantener una política monetaria expansiva es el aumento del crédito a la economía que, como puede verse en el Gráfico 11, había crecido con fuerza entre 2007 y 2009, se estanca en ese año, sube entre 2010 y 2012,

de nuevo cae entre 2012 y 2015, y a partir de entonces se recupera de forma paulatina, con tasas de crecimiento moderadas pero crecientes que en la actualidad rozan el 3 por ciento anual.

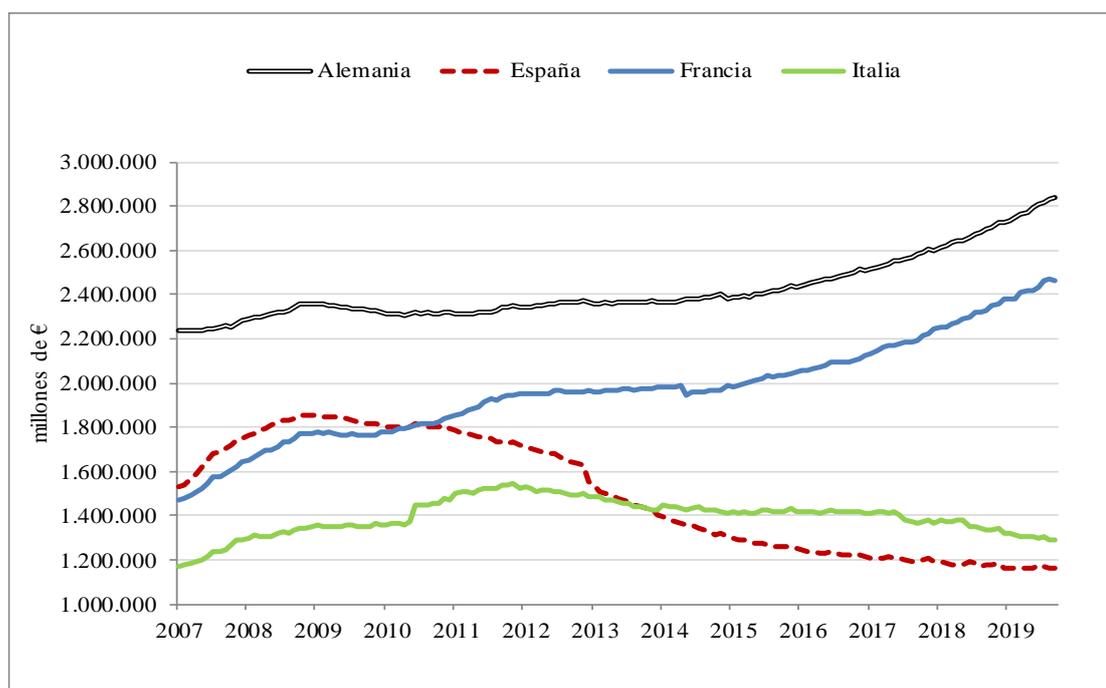
La evolución de los países es, no obstante, muy dispar (Gráfico 12), y de los grandes del área crece el crédito en Alemania y, sobre todo, en Francia, mientras en España e Italia se siguen dando tasas negativas, de manera que las nuevas operaciones aún no compensan a las que van venciendo. España es el país en el que la contracción del crédito ha sido mayor, aunque recientemente las caídas se moderan a tasas anuales que rondan el 1 por ciento en negativo. En la actualidad la mayor bajada tiene lugar en Italia, donde la última tasa es del 3,5 por ciento también negativa. Mientras tanto, en Alemania el crédito crece por encima del 5 por ciento anual y en Francia cerca del 6 por ciento.

Gráfico 11. Salvo vivo de crédito bancario al sector privado en la eurozona



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

Este efecto desigual de la política monetaria pone de relieve las diferencias de demanda de crédito dentro de la eurozona. Por otra parte, hay que considerar que el modesto crecimiento del crédito bancario se da con una política monetaria excepcionalmente expansiva, que penaliza las posiciones de liquidez de los bancos. Esta ha sido analizada con gran profundidad, incorporando el sistema bancario y crediticio a los modelos convencionales de transmisión de la política monetaria (Torres, 2016) y (Borio y Gambacorta, 2017).

Gráfico 12. Saldo vivo de crédito bancario al sector privado en los grandes países de la eurozona

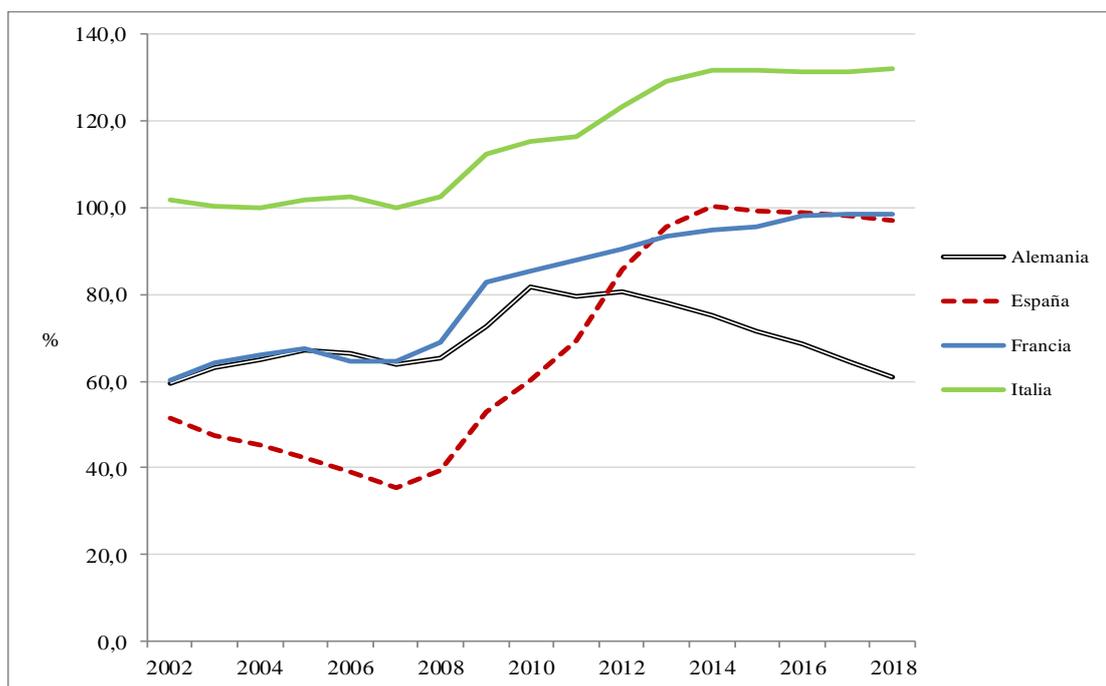
Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

4. Implicaciones de política fiscal

4.1. Deuda pública en relación con el PIB

Ya hemos mencionado el papel del BCE prestando a la banca que adquiría deuda pública, y con ello interviniendo indirectamente en la financiación de los estados. Aunque el objetivo del BCE no es éste sino crear expectativas sobre los precios y el crecimiento, es inevitable tras las compras de deuda y reinversión de la misma, relacionar la política monetaria con la fiscal.

En el Gráfico 13 recogemos la evolución de la deuda pública en relación con el PIB de los grandes países del área del euro, Alemania, España, Francia e Italia, entre las que sobresale, por su elevado volumen, Italia, país que ya partía de niveles altos de deuda antes de la crisis; entre 2007 y 2014 su ratio pasa del 100 por ciento al 130 por ciento del PIB, y desde 2014 hasta la actualidad se estabiliza en torno a ese porcentaje. Destaca también el rápido crecimiento de la deuda en España, que entre 2007 y 2014 pasa del 35 por ciento al 100 por ciento del PIB, y se estabiliza desde entonces en ese nivel, con un sesgo ligeramente bajista. En Francia el porcentaje también es elevado, en torno al 100 por ciento del PIB y con un sesgo, al contrario de lo que sucede en España, levemente alcista. Por otro lado, el único de los grandes países que reduce su deuda en relación al PIB es Alemania, sobre todo en el período 2012-2018, en el que pasa del 80 por ciento al 60 por ciento del producto. En el área del euro considerada en conjunto, el ratio actual de deuda sobre PIB es del 85 por ciento; marcó un máximo en 2014 en el 92 por ciento y desde entonces se reduce progresivamente.

Gráfico 13. Deuda pública en relación al PIB

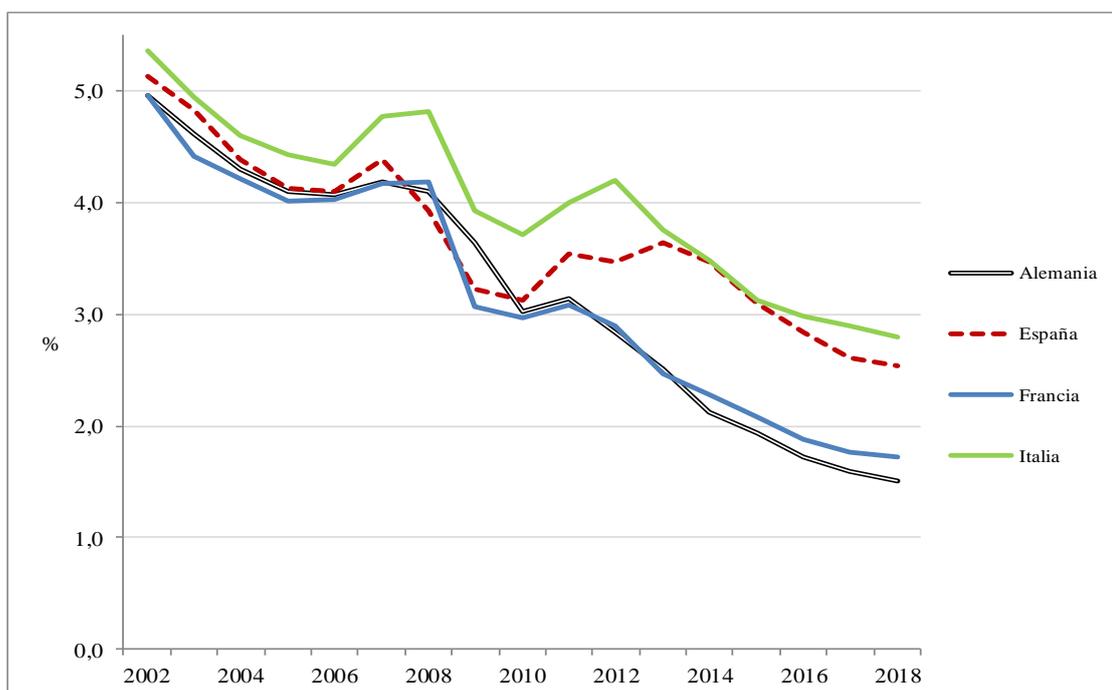
Fuente: Eurostat.

La posibilidad de comprar la deuda pública por un banco central, requiere que dicha deuda tenga la cualidad de ser emitida y aceptada en la divisa propia, y guarde una proporción con el producto del país o zona; la excepción son los Estados Unidos, cuya moneda se utiliza para transacciones internacionales comerciales y de materias primas y energía, como referencia de otras divisas, y para emisiones de títulos por otros países y empresas. Esta circunstancia se da parcialmente en la UE, de manera que la política fiscal, considerando el conjunto de la zona, podría ser más expansiva a la vista de la experiencia de estos años.

4.2. Coste de la deuda

El coste de la deuda, esto es, los intereses pagados por los gobiernos en relación con el volumen, se reduce con fuerza en los últimos años (Gráfico 14), y esto se produce mientras el volumen de la deuda aumenta, como veíamos en el Gráfico 13. En el conjunto de la eurozona, el porcentaje calculado como coste de la deuda es del 2,2 por ciento, por lo que la caída desde el comienzo de la crisis es pronunciada (en 2008, el dato era 4,3 por ciento); este movimiento se da, como decimos, mientras la deuda del área aumenta, pasando del 69 por ciento al 85 por ciento del producto en este tiempo. Por países, la carga de la deuda oscila en la actualidad entre el 1,5 por ciento de Alemania y el 2,8 por ciento de Italia, y los datos para Francia y España son del 1,7 por ciento y 2,5 por ciento, respectivamente. En el año 2008, la carga de la deuda era similar en Francia, Alemania y España (del 4,2 por ciento, 4,1 por ciento y 3,9 por ciento, respectivamente) y algo mayor en Italia (del 4,8 por ciento), por lo que los dos grandes países centrales se benefician en mayor medida de la reducción que tiene lugar en los tipos de interés en estos años.

Gráfico 14. Carga de la deuda en relación al volumen de la misma



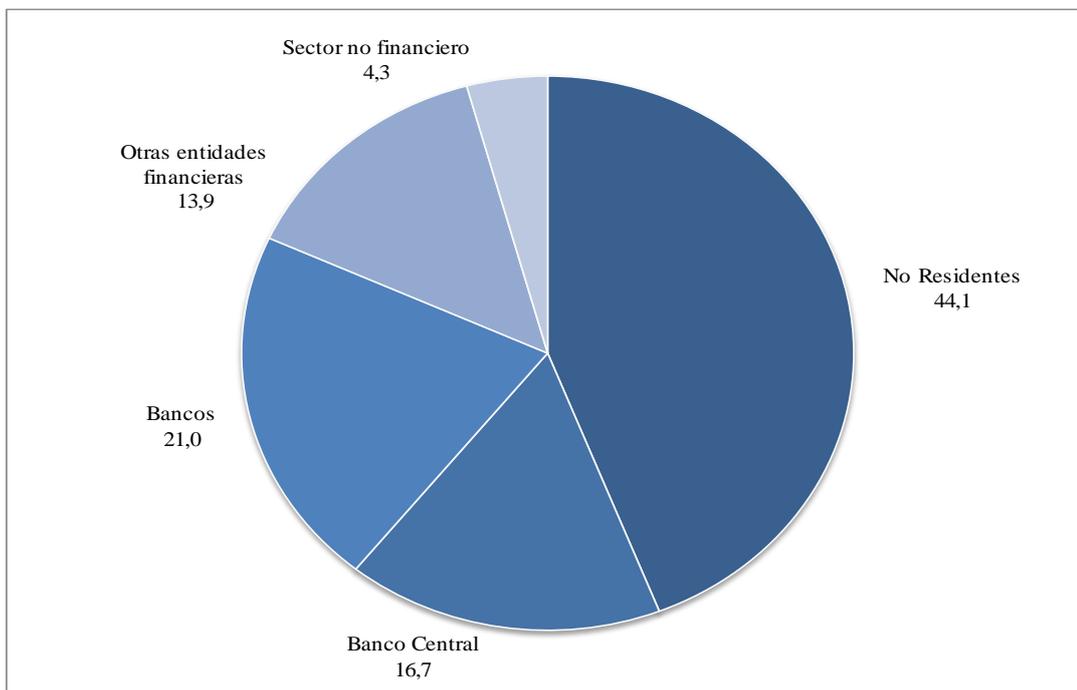
Fuente: Eurostat.

La presión compradora que el banco central ejerce en el mercado de deuda pública resulta determinante en la evolución de los precios de la misma, que suben a la vez que las rentabilidades bajan. Esto se produce ya en 2012, ante las expectativas creadas por el banco de que pondría en marcha algún tipo de apoyo en forma de compra de activos. Luego, cuando las compras se inician efectivamente en 2015, la tendencia continúa y los tipos caen hasta sus mínimos históricos. La influencia de la política monetaria en la política fiscal de los estados es, por tanto, indudable, al propiciar una reducción significativa en los tipos de la deuda y facilitar que los países se financien a costes muy bajos.

4.3. Deuda pública en el balance del Banco Central Europeo

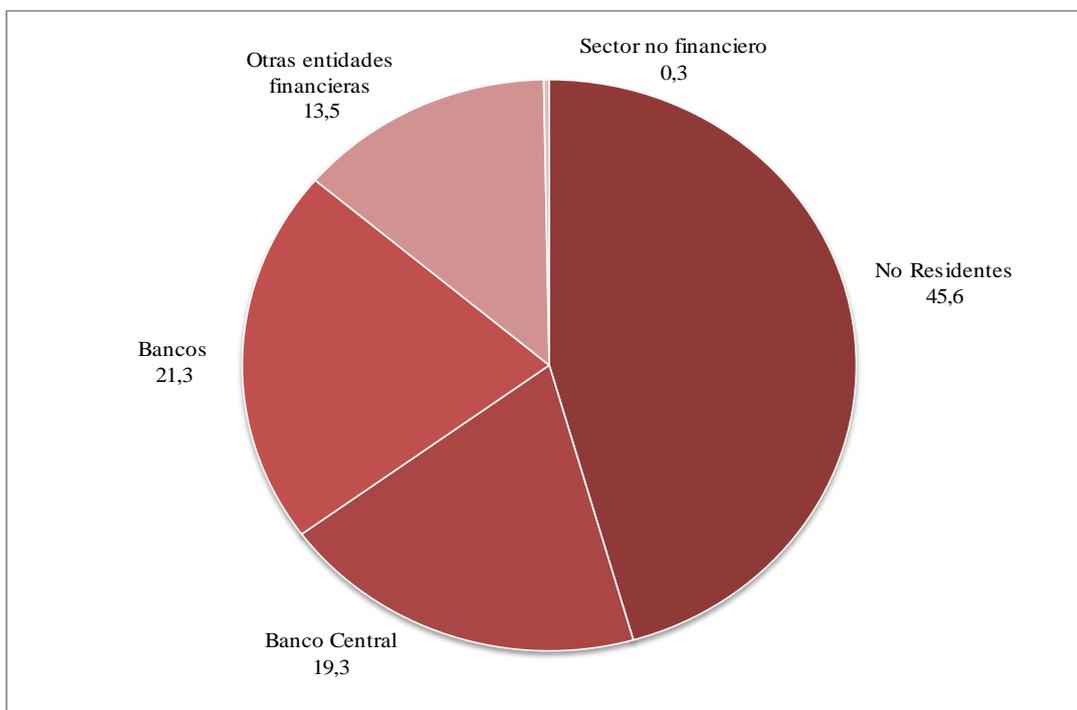
En la actualidad, el Banco Central Europeo tiene en su balance, como puede verse en el Gráfico 15, un 16,7 por ciento del total de la deuda pública en circulación del conjunto de la eurozona. Este porcentaje varía según el país, y en los cuatro grandes es: España 19,3 por ciento (Gráfico 16); Alemania 17,7 por ciento; Italia 17,3 por ciento; Francia 15,5 por ciento. Adicionalmente, el sistema financiero del área del euro tiene un 35 por ciento del total de deuda, del que un 21 por ciento está en los balances de las entidades de crédito, y un 14 por ciento en otras entidades financieras; el sector no financiero recoge apenas un 4 por ciento, mientras los no residentes mantienen el 44 por ciento restante del volumen total en circulación.

Gráfico 15. Tenedores de la deuda pública en la eurozona, en por ciento sobre total de deuda, 2018



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

Gráfico 16. Tenedores de la deuda pública en España, en por ciento sobre total de deuda, 2018



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

El BCE es, por tanto, uno de los principales tenedores de deuda de la eurozona, algo que ha sucedido en pocos años, desde 2015 (que es cuando el Banco pone en marcha su programa de compra de activos) hasta ahora. Así, en estos cuatro años el BCE gana un peso relativo de casi 14 puntos porcentuales (p.p.), en detrimento del sector no residente, que pierde 7,6 p.p., y los bancos, que reducen su participación en 4,2 p.p.

En el cuadro 1 podemos ver estos cambios, para el conjunto de la eurozona y los principales países. En todos ellos el peso del BCE en el mercado de deuda aumenta considerablemente: 17 p.p. en Alemania, 15,5 en España, 13,4 en Francia y 12,3 en Italia.

La ganancia de peso relativo por parte del banco central se produce en detrimento de otros tenedores, y esto varía según el país. Lo que sí sucede en todos ellos es que las entidades de crédito residentes reducen sus posiciones en deuda pública, destacando el caso español, donde el peso de los bancos se reduce en 6,6 p.p. También es prácticamente generalizado que el BCE gana peso a costa del sector no residente, con la excepción de España. En este caso, es muy destacada la pérdida de participación del sector no financiero residente, cercana a los 14 p.p. en solo cuatro años, algo que sucede, aunque en menor medida, también en Italia.

Cuadro 1. Cambios en los pesos relativos de los tenedores de la deuda pública, en el período 2014-2018

	Eurozona	Alemania	España	Francia	Italia
No Residentes	-7,6	-12,6	4,0	-9,2	-4,2
BCE	13,8	17,1	15,5	13,4	12,3
Bancos	-4,2	-4,6	-6,6	-5,0	-3,1
Otras entidades financieras	-0,3	0,2	1,0	-1,0	-1,0
Sector no financiero	-1,7	-0,1	-13,9	1,8	-4,1

Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

Es difícil sostener a la vista de estos datos que el banco central es neutral respecto a la política fiscal, pues con la tenencia de deuda pública en cantidades tan significativas favorece sin duda el mantenimiento de déficit fiscales.

4.4. La teoría monetaria moderna

En agosto de 2017, en un encuentro de premios Nobel que tiene lugar anualmente en la ciudad alemana de Lindau, el Presidente del BCE pronunció una interesante conferencia titulada “La interdependencia de la investigación y la política” (Dragui, 2017), en la que quiso dar cobertura teórica –de teoría económica– a las decisiones tomadas por los bancos centrales. Para ello se apoya en tres principios. El primero es si se puede o no influir en las expectativas de los agentes económicos de forma sistemática. Una influyente corriente de pensamiento había negado la capacidad de influir de los bancos centrales mediante políticas discrecionales, por la inconsistencia que mostraban tratando de reducir el paro o controlar la inflación. Sin embargo, Draghi argumenta que al ganar en independencia los bancos centrales frente al oportunismo de la política, y perfeccionar la comunicación de los criterios a largo plazo de la política monetaria, ganan también en influencia en la formación de expectativas.

En segundo lugar, en la teoría financiera se ha ignorado hasta hace poco el papel de los bancos, suponiendo que la política monetaria -subir, bajar tipos- se trasladaba a los mercados financieros y reales. Pero una política determinada de tipos de interés o compra-venta de títulos se transmite al mercado de préstamos vía el mecanismo de la banca. En la crisis se ha visto cómo el canal bancario ha sido una parte significativa del problema y de su solución, y no sólo por la expansión y contracción del crédito, sino que ha interactuado fuertemente con la deuda pública (Torres, 2016).

El tercer punto que señala Draghi es la ausencia de mecanismos estabilizadores para que una vez que se produce un “shock” en los mercados o el sistema financiero, pueda volver a la normalidad. La teoría convencional enseña que los mercados están permanentemente equilibrados, en el sentido de que los precios recogen la información existente; pero hemos visto situaciones en que se cierra el mercado y no se dan transacciones, y otras en que el desequilibrio genera expectativas que no se reconducen por sí solas, sino que agravan más y más la situación (Blanchard y Summers, 2017). La banca europea ha estado expuesta a una crisis de instrumentos financieros, al mercado inmobiliario y al de deuda soberana. Para hacer frente al deterioro de los activos, en mayor o menor medida, contrae balance y restringe el crédito, lo que agrava el deterioro de la economía real y da lugar a un desequilibrio que provoca daños irreparables en la capacidad de crecimiento de la economía.

Draghi trata de dar un carácter científico a la política monetaria, y se refiere al tema que aborda como: “la evolución de la teoría económica y de la política en respuesta a la crisis”. Aunque el contenido no responde plenamente a lo que se pretende, sí está claro que su idea es justificar que la teoría ha evolucionado hacia dar más importancia a las fricciones que se producen en el sistema financiero y bancario; y sobre todo, las restricciones que el pasivo impone a los bancos, tanto en lo que es endeudamiento como de recursos propios, y los efectos que esto tiene en el crédito.

En cuanto a la evolución de la política, el instrumento tradicional del tipo de interés y la generación de expectativas, en un sentido restrictivo o expansivo por parte del banco central, tiene el límite inferior de los tipos de interés, lo que abre la posibilidad a las políticas no convencionales –hasta ahora- que conocemos con *Quantitative Easing* (QE). Esta política sería inefectiva en el marco de una teoría que no tuviera en cuenta las fricciones que se producen en el sistema, ni el papel del canal bancario en la transmisión de la política monetaria. Una vez se incluyen estos dos factores, teóricamente el QE cobra sentido.

En esta línea, el BCE actúa primero como proveedor de liquidez a las entidades bancarias, ampliando plazos de los préstamos, reconsiderando los colaterales, y creando expectativas de liquidez ilimitada para las entidades. Además, hay que tener en cuenta que, en un primer momento, para evitar el pánico sobre la deuda pública, que afectaba también al euro, se anunció el *Outright Monetary Transactions* (OMT) como un instrumento de apoyo a la política monetaria para evitar el deterioro del euro. Solamente su anuncio, pues nunca se llegó a utilizar, fue suficiente para equilibrar los mercados.

En lo que se refiere a la banca, cuando la incorporamos como una variable explicativa dentro de los modelos financieros, deja de ser un elemento neutro, y se justifican políticas específicas como una regulación en gobernanza y contabilidad más estricta, mayor capitalización y liquidez, medición del riesgo de los activos, simulación de escenarios, precaución ante el riesgo sistémico, y un mecanismo ágil de resolución.

Las conclusiones que sacamos de esta conferencia de Draghi, que sin duda será una referencia en la consideración del marco teórico donde se inscribe una nueva política monetaria, son las siguientes:

- La envergadura de los shocks que sufre el sistema financiero pone en cuestión la debilidad del pensamiento teórico al respecto y la estructura de política monetaria basada en el mismo.
- Las respuestas de política tienen que fundamentarse en una investigación rigurosa de cómo funciona en la realidad el sistema financiero y bancario
- Los cambios que se hagan no deben ser improvisados, teniendo en cuenta la gravedad de las situaciones y las respuestas que requieren; pero también la consistencia a largo plazo.
- Los cambios que hemos visto en los últimos diez años –antes, en la crisis, y después– exigen una teoría y una política sin prejuicios, que considere las nuevas realidades que se producen en el mundo, y sobre todo no defender, sin más, paradigmas teóricos que han perdido poder para explicar la realidad.
- Hay que ser conscientes de las carencias de conocimiento que tenemos. Los modelos macroeconómicos difícilmente incorporan el sistema bancario, y tienen poco que decir sobre la propagación no lineal de los shocks en el sistema financiero y real, o sobre cuestiones como los efectos distributivos de estas políticas.

Estamos, pues, ante un intento por parte del BCE -y seguramente de otros bancos centrales- de dar cobertura teórica y analítica a sus políticas monetaria, financiera y bancaria. Esto cambia por completo la percepción que vemos continuamente en el mercado, de que la forma actual de operar por los bancos centrales responde a problemas específicos, y que una vez vayan desapareciendo lo harán también las políticas. Por el contrario, si se presenta la política monetaria dentro de una estructura teórica, los movimientos de los bancos centrales no tienen por qué ser mecánicos, seguir ninguna regla simple, ni responder a las interpretaciones convencionales de los analistas de mercado, políticas, o economistas, sino que obedece a un cuerpo teórico que trata de dar respuesta a un conjunto nuevo de problemas.

Por otro lado, sobre la ineficacia de la política monetaria y la necesidad de una política fiscal más activa, es destacable la falta de demanda de crédito y la relación que esto tiene con la política monetaria y fiscal (Koo, 2014), que puede desagregarse así:

- La experiencia de Japón y otras, muestra que tras una crisis de endeudamiento, y sobre todo si se ha financiado al sector inmobiliario, pueden darse hasta dos décadas en que el saldo de amortización supere al de concesión de crédito nuevo (como sigue ocurriendo en España).
- Por muy bajos que sean los tipos de interés, la demanda de crédito para inversión no responde a los mismos.
- Las consecuencias para la economía son una pérdida de crecimiento y una posible situación deflacionista. Esto es lo que llama "recesión de balance".
- La política monetaria puede ayudar algo a reducir el problema de la deuda, y crear condiciones favorables en el entorno económico, pero no es suficiente para la recuperación sostenida de la economía.

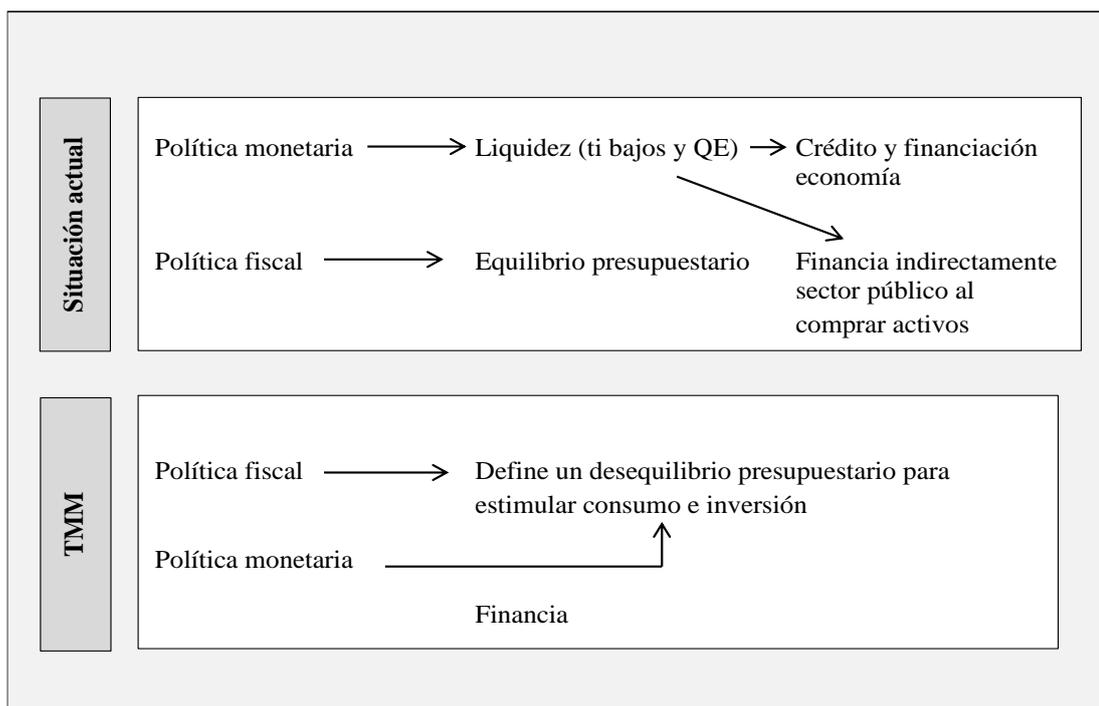
- En esta situación, como ha venido explicando Koo desde hace años, el crédito al sector público podría emplearse en proyectos cuya tasa de rentabilidad -medida en términos de mercado y/o sociales- sea superior al tipo de interés del bono del estado, de manera que no sea una carga para el futuro. Piénsese que una inversión para evitar catástrofes naturales, por ejemplo, tiene una tasa de retorno muy alta.
- En un contexto de "recesión de balance" de una economía la financiación del déficit público no debería ser un problema, ya que es la única (o principal) demanda de crédito.
- La implicación importantísima para los mercados financieros es que los tipos de interés podrían ser más altos -siempre que estuvieran por debajo de la tasa de rentabilidad de las inversiones-, aliviando el problema de los fondos de pensiones y de los ahorradores que no pueden asumir riesgos.
- Cuando el proceso de reducción de deuda concluya y haya demanda privada de crédito para inversión, sería el momento de ir reduciendo el papel público como "demandante de crédito de último recurso".

La política fiscal en la UE tiene unas consideraciones específicas por la integración monetaria y comercial de los países miembros, de manera que una expansión fiscal en los países más grandes se propaga entre sí y a los demás. El trabajo de Mario Alloza (Alloza, Cozmanca, Ferdinandusse y Jacquinet, 2019) muestra cómo estos efectos son significativos para España, de manera que 1 euro de gasto en Alemania, Francia e Italia tiene un efecto de entre 0,2 y 0,3 euros en España en el primer año, y acumulado de 0,6 a 0,7 euros en el segundo. Esta hipótesis es válida para España con una probabilidad muy alta. Estos efectos no serían tales si a la política fiscal expansiva siguiera una política monetaria contractiva, pero este no es el caso, con el BCE defendiendo una política fiscal que refuerce a la monetaria en la consecución de sus objetivos.

La llamada "Teoría Monetaria Moderna" (TMM) aborda de forma abierta un papel expansivo de la política fiscal, financiado por la política monetaria. Como resumimos en el Gráfico 17, la TMM propone financiar el déficit público mediante creación de dinero, mientras en la situación actual se utiliza el canal bancario para la transmisión de la política monetaria (o un sistema de emisión de deuda como en el mercado norteamericano); la política de tipos de interés bajos y compra de títulos financia indirectamente al sector público al permitirle emitir deuda a tipos de interés reducidos, y hasta ahora los bancos centrales han financiado sus compras de deuda con reservas bancarias, por lo que no se ha creado base monetaria.

Con expectativas de muy baja inflación, y escaso efecto de la política monetaria sobre la misma, la discusión en torno a la TMM da lugar, en cualquier caso, a propuestas de política fiscal expansiva, donde ésta tenga un papel más activo frente a la preponderancia actual de la política monetaria.

Gráfico 17. Esquema de la Teoría Monetaria Moderna



Fuente: Elaboración propia.

5. Conclusiones

A lo largo de los últimos años, los bancos centrales han puesto en marcha un conjunto de medidas de política monetaria de una magnitud excepcional que, con el paso del tiempo, parecen consolidarse. En los gráficos presentados para este trabajo, hemos intentado proporcionar una visión de conjunto de lo sucedido en este tiempo: desde las herramientas utilizadas, vistas con una perspectiva de largo plazo, a la transmisión de estas medidas monetarias a la economía real, los precios y el crédito bancario; así como la intervención de los bancos centrales en el mercado de deuda, y más concretamente en el de deuda pública.

La situación actual es anómala, con unos tipos de interés muy bajos, negativos para las reservas bancarias en la eurozona y un balance del banco central que, en poco tiempo, se ha transformado profundamente, en tamaño y composición. En este sentido, los bancos centrales compran deuda pública en el mercado secundario, que mantienen como una parte sustancial de sus activos, con las consecuencias que esto tiene en términos de política fiscal, al favorecer la financiación de los estados.

Este conjunto novedoso de medidas de política monetaria se transmite a la economía, aunque la magnitud de los efectos es distinta a la que inicialmente podría haberse esperado. La inflación, como variable objetivo, única en el caso del Banco Central Europeo, permanece en niveles inferiores al 2 por ciento, de manera que el incremento de los precios no responde a estas políticas extraordinariamente expansivas.

En este punto, los bancos centrales intentan establecer un nuevo marco teórico en el que situar la actual política monetaria, que cambiaría la manera en la que los agentes valoran sus decisiones, diferente a la política monetaria convencional. En cualquier caso, es indudable que estamos ante una política monetaria nueva, que se consolida y que interacciona con la

política fiscal. En este contexto, y una vez que la estabilidad de precios parece no estar en riesgo, la política fiscal podría tener un papel más activo, reforzando así a la política monetaria en la consecución de sus objetivos.

Bibliografía

- Alloza, M., Cozmanca, B., Ferdinandusse, M. y Jacquinet, P. (2019). Fiscal spillovers in a monetary union. *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2019.
- Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M. y Holton, S. (2019). Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *ECB Working Paper Series*, 2289.
- Baldwin, R. (2016). *The Great Convergence*. USA: Harvard University Press.
- Blanchard, O. y Summers, L. (2017). *Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future*. Peterson Institute for International Economics.
- Borio, C. y Gambacorta, L. (2017). Monetary policy and bank lending in a low rate environment: diminishing effectiveness. *BIS Working Papers*, 612.
- Borio, C. y Hofmann, B. (2017). Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low? *BIS Working Papers*, 628.
- Dragui, M. (2017). *The interdependence of research and policymaking*. 6th Lindau Nobel-prize Meeting on Economic Science.
- Galesi, A., Nuño, G. y Thomas, C. (2017). El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria. *Boletín Económico de Banco de España 1/2017*, Artículos Analíticos.
- Koo, R. (2014). *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap*. Wiley.
- Orphanides, A. (2019). *Monetary Policy Strategy and its Communication*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 2019 Jackson Hole Economic Policy Symposium.
- Powell, J. (2019). *Challenges for Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 2019 Jackson Hole Economic Policy Symposium.
- Ruiz, G. (2017). El policy mix monetario y fiscal, revisitado. En A. Sánchez y T. Carpi, *Política Económica 2017*, Valencia: Tirant lo Blanch.
- Torres, J. J. (2016). *Los mecanismos de transmisión de la política monetaria en la zona del euro y el acceso a la financiación de las empresas*. UMA.