

MEMORIA DEL TRABAJO DE FIN DE GRADO

**QUANTITATIVE TIGHTENING:
EL FINAL DE LA POLÍTICA DEL *EASY MONEY*
EN LA EUROZONA TRAS LA DÉCADA 2012/2022
Y SUS POSIBLES EFECTOS.**

**QUANTITATIVE TIGHTENING:
THE END OF *EASY MONEY* POLICY
IN THE EUROZONE AFTER THE DECADE 2012/2022
AND IT'S POSSIBLES EFFECTS.**

Autor: Daniel Estévez de Gennaro

Tutor: Juan Pablo del Río Disdier.

Grado en ADE

Facultad de Economía, Empresa y Turismo

Curso académico 2022/2023

La Laguna, 24 de mayo de 2023.

RESUMEN

Tras el “*Whatever it takes*” de Mario Draghi, el ciclo económico europeo se ha caracterizado por amplias políticas económicas de *quantitative easing*, tipos de interés de referencia del BCE extremadamente reducidos y tasas de inflación bajas que el BCE trataba de incrementar a través de estas políticas monetarias expansivas. A partir de 2021, con la tendencia ascendente de la inflación tras una década situada por debajo del 2%, el BCE decidió poner fin a su política monetaria expansiva y aumentar los tipos de interés mediante los programas de *quantitative tightening*.

La finalidad de este Trabajo es comprender las causas del aumento significativo de la inflación, realizando un análisis de lo sucedido en materia de política monetaria desde la crisis de las hipotecas *subprime* de Estados Unidos hasta el momento, analizando las políticas monetarias que viene implementando el BCE para regular la inflación y conocer los posibles efectos de estas políticas.

Palabras claves: política monetaria, inflación, tipos de interés, masa monetaria.

ABSTRACT

After Mario Draghi's "Whatever it takes," the European economic cycle has been characterized by extensive quantitative easing policies, extremely low ECB benchmark interest rates, and low inflation rates that the ECB sought to increase through these expansive monetary policies. Starting in 2021, with the beginning of what would be an upward trend in inflation after a decade of being below 2%, as a result, the European Central Bank has decided to end its expansive monetary policy and implement interest rate hikes and initiate quantitative tightening programs for the first time since its creation.

The purpose of this Final Degree Project is to understand the causes of the excessive inflation increase that began in 2021, by analyzing the events in monetary policy from the US subprime mortgage crisis to the present moment. It aims to analyze the monetary policies currently being implemented by the ECB to regulate inflation and understand the potential effects of these policies.

Key words: monetary policy, inflation, interest rates, money supply.

ÍNDICE:

1. INTRODUCCIÓN	4
2. METODOLOGÍA	5
3. ANTECEDENTES	5
3.1. CRISIS DE LAS HIPOTECAS <i>SUBPRIME</i> en ESTADOS UNIDOS (2008).....	5
3.2. CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN EUROPA (2010-2013)	7
3.2.1. <i>Whatever It takes</i> : Impulso político en la UEM a mediados de 2012	8
3.2.2. La economía española en los años de debilidad del euro. (2012)	10
3.2.3. El comienzo de la recuperación económica (2014-2015)	11
4. ANÁLISIS MACROECONÓMICO DE ESPAÑA EN LA EUROZONA	12
4.1. IMPACTO SOCIOECONÓMICO DE LA PANDEMIA COVID-19	12
4.1.1. Aumento de la deuda pública	13
4.1.2. Política monetaria del BCE	14
4.2. AUMENTO HISTÓRICO DEL IPC EN LA UEM. (2021-2022)	17
4.2.1. Conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania	18
4.2.2. Inflación récord en toda una generación en España	19
4.2.3. Divergencias de inflación entre los países miembros de la UEM	21
5. <i>QUANTITATIVE TIGHTENING</i> Y ADAPTACIÓN DEL <i>FORWARD GUIDANCE</i>	22
5.1. CAMBIO DE DIRECCIÓN EN LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE	23
6. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA RESTRICTIVA DEL BCE	25
6.1. EVOLUCIÓN DEL IAPC TRAS LA POLÍTICA MONETARIA RESTRICTIVA	26
7. CONCLUSIONES	29
8. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DE INFORMACIÓN.....	31

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

1. Gráfico de los tipos de interés oficiales (2007-2012)	6
2. Gráfico del crecimiento del PIB real.....	8
3. Gráfico de los tipos de intereses oficiales (2007-2015)	10
4. Gráfico de la deuda de las AAPP en porcentaje del PIB en España frente a la Eurozona..	13
5. Gráfico de la evolución del balance del BCE (2007-2021)	16
6. Gráfico de los precios de energía de productores y consumidores en la UEM	18
7. Gráfico de la evolución del IPCA general y el IPCA excluyendo alimentos y energía, de España frente a la Eurozona	19
8. Tabla del promedio IPCA anual de los países miembros de la UEM. (2021-2022)	22
9. Gráfico del tamaño balance del BCE con relación al PIB en porcentaje de la Eurozona ..	25
10. Gráfico de la evolución del IAPC general frente al IAPC excluyendo energía y alimentos. (julio 2022 – marzo 2023)	26

1. INTRODUCCIÓN.

Tras varios años en los que la inflación se ha mantenido moderada, entre valores entorno al 2,0%, e incluso llegando a tener momentos deflacionarios con cifras del IPC negativas, a partir de principios de 2021 la inflación ha mantenido una tendencia alcista, incrementando el ritmo de este repunte inflacionista en 2022 en cierta parte debido al conflicto entre Rusia y Ucrania, llegando a alcanzar una inflación media en España del 8,4% (INE, 2023), la más alta desde hace 35 años.

El inicio de 2021 puso fin a la senda descendente que llevaba la inflación en las economías desarrolladas, este fenómeno se ha asociado al cambio estructural (envejecimiento poblacional, globalización ...). Sin embargo, a principios de 2021 surgieron presiones inflacionistas a causa del aumento en los precios de materia prima, la recuperación más intensa de la demanda que de la oferta - la cual estaba motivada por políticas monetarias y fiscales expansivas, como los programas de Quantitative Easing - y además en el lado de la oferta, encontrábamos entre otros factores los cuellos de botella en las cadenas globales de valor. Además de las tensiones geopolíticas causadas por la invasión de Rusia a Ucrania, ocurrida en febrero de 2023 la cual generó un aumento en los precios de la energía y de los alimentos.

Este Trabajo de Fin de Grado se justifica, ya que la inflación como mencionaba en los párrafos anteriores no había sido un problema durante los últimos años, sin embargo, en 2022 pasó a ser la gran preocupación de los Bancos Centrales, llegando a mencionar éstos en algunos casos que la inflación era su mayor preocupación e iban a seguir con la subida de tipos hasta que ésta remitiera. Por ejemplo, el BCE (Banco Central Europeo) mencionaba en marzo de 2022 que iba a poner fin a las compras netas de activos en el marco del PEPP¹, el cual había puesto en marcha tras el estallido de la pandemia COVID-19 y también, anunció en abril de 2022 la finalización de las compras netas de activos por el APP² a partir del tercer trimestre de 2022 (Banco de España, 2022, pp. 193-238).

Es por ello, que el objetivo de este TFG es analizar las causas que nos ha llevado a romper con la tendencia bajista de los precios al consumo de las últimas décadas y que nos han llevado a tener datos de inflación, tanto en España como en la eurozona, de hasta dos dígitos. Además, se estudiará cuáles son las políticas monetarias restrictivas que tiene pensado poner en marcha el BCE para combatir este repunte inflacionista, por ejemplo, como mencionaba en el párrafo anterior el fin de la compra de activos motivados los programas de Quantitative Easing (PEPP y APP), además de la intensa subida de los tipos de interés. Por último, analizar cuáles podrían ser los efectos de pasar de varios años de política económica expansiva a una posición tan agresiva por parte de los Bancos Centrales.

¹ Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés, *Pandemic Emergency Purchase Programme*).

² Programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés, *Asset Purchase Programme*).

2. METODOLOGÍA

La metodología llevada a cabo en este Trabajo de Fin de Grado será de tipo descriptiva y cuantitativa, basando tanto la recogida de los datos utilizados como demás información empleada para la realización de este trabajo, en instituciones económicas reconocidas y autores relevantes en la materia. El periodo de investigación comprende desde principios del año 2007 hasta finales del año de 2022.

En un primer lugar, tras una breve descripción de la crisis de las hipotecas *subprime* en EEUU y de cómo esta originó la crisis de deuda en Europa, realizaré un análisis de algunas políticas económicas empleadas por el Banco Central Europeo para combatir aquella situación en el periodo entre 2010 hasta 2015, así como la evolución de la economía española ante la eurozona durante estos años de “*easy money*”. A continuación, realizaré un breve resumen de la pandemia del Covid-19, y algunos impactos económicos que produjo en nuestra economía y la eurozona, además de, mencionar los programas de quantitative easing “ocultos” que el banco central puso en marcha de manera desesperada, aumentando significativamente el dinero en circulación en la zona euro. Seguiré con un análisis de los datos de inflación tan elevados registrados durante los años 2021 y 2022, en contraste con una última década con datos de inflación tan bajos e incluso negativos, en la que la preocupación del banco central se concentraba en aumentar esos datos de inflación. Por último, mencionar los programas de *quantitative tightening* mencionados por el Consejo del BCE que se pondrán en marcha para combatir niveles históricos de inflación, tras una década de numerosos programas de *quantitative easing*.

Entre las principales fuentes que utilizaré para la obtención de los datos que emplearé en los análisis, se encuentran Eurostat, el Instituto Nacional de Estadística, el Banco de España y el Fondo Monetario Internacional.

3. ANTECEDENTES

En este capítulo, realizaré una descripción general de los sucesos económicos de la última década, respecto a cómo las autoridades centrales de la eurozona han ido aumentando su balance, es decir, los programas de compra de deuda que han llevado a cabo durante la última década y demás políticas expansivas (*quantitative easing*), con la finalidad de comprender el contraste con los nuevos programas de *quantitative tightening* que piensan poner en marcha y que mencionaré en capítulos posteriores. Además, mencionaré la evolución de las tasas de inflación en España en comparación con la eurozona.

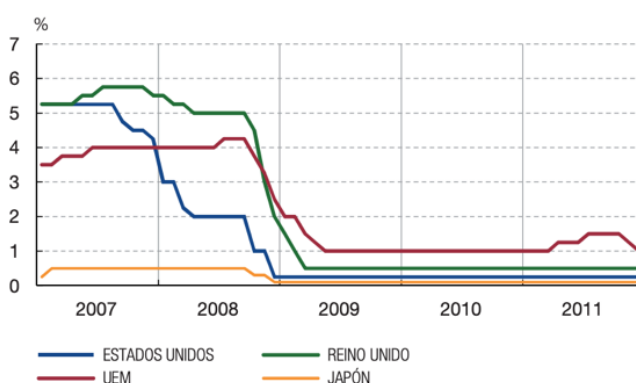
3.1. CRISIS DE LAS HIPOTECAS SUBPRIME EN ESTADOS UNIDOS (2008).

Ante un contexto de una burbuja en el sector inmobiliario, liquidez generalizada y diversificación por los mercados internacionales del riesgo de crédito, a comienzos de 2007 comienzan a caer los precios de las viviendas y sumado a la subida de los tipos de interés se desencadena la denominada crisis de las hipotecas *subprime* en EE. UU., también conocida como la crisis financiera global.

Esta fue causada por los impagos de las hipotecas basura, concedidas a personas con perfiles de baja calidad crediticia. El riesgo de crédito de estas hipotecas dudosas estaba contenido en los CDOs (*Collateralized Debt Obligation*), comercializados por las sociedades vehículos de inversión y adquiridos por inversores a nivel global, entre ellos grandes aseguradoras y bancos de inversión. Este tipo de producto financiero complejo permitía a los bancos transferir la deuda fuera de su balance, en un proceso conocido como titulización. (Huerta, 2009, pp. 24-37)

Debido a la interconexión de los mercados internacionales y la falta de información sobre la distribución de esos activos, se hacía difícil identificar los tenedores finales de esos riesgos. Esto facilitó su rápida expansión a otros mercados y economías provocando, a su vez, un aumento de desconfianza generalizada entre los inversores. Teniendo como resultado una falta de liquidez en el sistema. (Huerta, 2009, pp. 24-37)

1. Gráfico de los tipos de intereses oficiales



Fuente: Banco de España (BdE, 2017)

Ante este contexto algunas de las autoridades monetarias, entre ellas el BCE en la UEM, empezaron con programas de expansión monetaria para enfriar las tensiones causadas por la crisis de la burbuja inmobiliaria.

En primer lugar, el descenso de los tipos de interés en la zona euro que comienza en octubre de 2008 con una bajada de 25 puntos básicos, debido a las presiones inflacionistas que venían motivadas por los aumentos en los precios de la energía, pasando del 4,25% hasta alcanzar en mayo de 2009 un 1% el mínimo histórico hasta aquel momento. Además, se puso en marcha el CBPP³ uno de los programas de adquisición de bonos garantizados.

³ Covered Bond Programme Purchase, es una medida de política monetaria no convencional usada por el BCE para comprar cédulas hipotecarias, con él se pretendía reducir tipos del mercado monetario, mejorar la liquidez mercado, motivar los préstamos por parte de las entidades a particulares y aliviar las condiciones de crédito de las entidades y empresas.

En segundo lugar, los Gobiernos implementaron algunas medidas de ayuda al sector bancario, por ejemplo, hicieron frente al deterioro de la solvencia de los bancos mediante inyecciones de capital público, lo que llevó incluso a la nacionalización de algunos bancos de EEUU y Europa.

En tercer lugar, los Gobiernos pusieron en marcha políticas para el estímulo de la economía, tales como medidas discrecionales que tendrían su mayor efecto a partir de 2009, caso de las reducciones impositivas y del aumento del gasto público. Concretamente en Europa, el “Plan europeo para la recuperación económica” proporcionó un estímulo fiscal equivalente al 1,5% aproximadamente del PIB de Europa durante 2009 y 2010. (Banco de España [BdE], 2017, pp. 67-76)

El resultado de estas actuaciones fue la recuperación del PIB mundial desde el segundo semestre de 2009, no obstante, ésta fue desigual por áreas geográficas. En el caso de Europa, se produjo un elevado aumento del PIB en Alemania (3,9%) y Finlandia (3%) en contraste con España (0%), esta dispersión de crecimiento del PIB en la zona euro sería el antecedente a la crisis de la UEM.

Otras consecuencias que había tenido esta crisis de las hipotecas *subprime*, concretamente causadas tras las tensiones derivadas de la caída de Lehman Brothers fueron, la centralización de la intermediación cada vez mayor en el mercado interbancario por parte del BCE. Este suceso causó un gran impacto, “El 15-S de 2008 ha sido, poco más o menos, nuestra versión del crack de 1929; sus consecuencias siguen con nosotros y, de muchas maneras, marcarán para siempre nuestras vidas.” (González-Paramo, 2011; Pérez, 2018)

3.2. CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA EN EUROPA (2010-2011).

El origen de esta crisis viene a raíz de desequilibrios en las finanzas públicas de algunos países, endeudamiento privado y del sector inmobiliario. En un primer instante, el detonante fue el *default* de Grecia a finales de 2009, el cual produjo subidas en las primas de riesgo de los países con mayor vulnerabilidad fiscal, financiera y con peores expectativas de crecimiento económico, incluido entre ellos España.

La crisis fiscal griega trajo consigo algunas medidas por parte de las instituciones europeas. En primer lugar, un programa de financiación cooperativo entre el FMI y la Unión Europea. En segundo lugar, influenció en la creación del FEEF (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera) con la finalidad de brindar apoyo financiero en situaciones similares, este programa tendría vigencia hasta 2013 actuando como predecesor del MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad), un nuevo organismo permanente. Como resultado estas medidas favorecieron la disminución temporal de las tensiones ocasionadas en los mercados. (Fondo Monetario Internacional [FMI], 2010; BdE, 2010)

Sin embargo, durante verano y otoño de 2010 el deterioro de los bancos irlandeses provocó nuevamente tensiones en los mercados, haciendo que las autoridades irlandesas se vieran obligadas a solicitar un paquete de ayuda financiero (por importe del 40% del PIB de Irlanda).

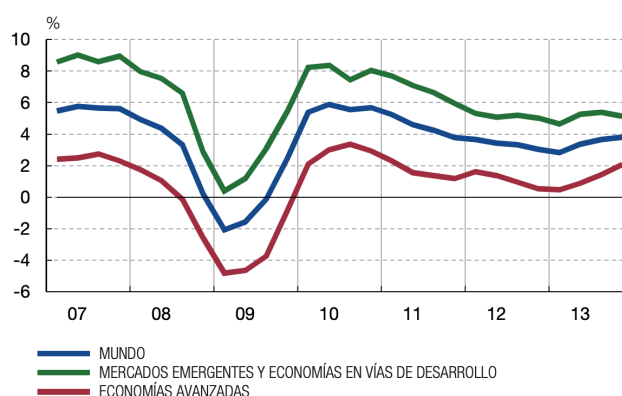
A esta intervención le seguiría en mayo de 2011 la de Portugal, solicitando un programa de asistencia financiera (por importe del 42% del PIB portugués), en coordinación también con el FMI. La falta de confianza se extendió a demás países de la zona euro aumentando las primas de riesgo soberano en verano de 2011, llegando estos efectos a países que no se habían visto tan afectados antes, como Francia o Bélgica.

Ante una situación en la que habían disminuido relativamente las tensiones en los mercados, sumado a las perspectivas positivas de crecimiento de la economía europea y niveles de las tasas de inflación cercanos al 3%, el BCE elevó los tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos de manera temporal en abril y julio de 2011, para posteriormente, debido al agravamiento de la crisis de deuda en verano de 2011, para que el banco central volviera a optar por políticas monetarias expansiva como la reducción de los tipos de interés, reducción del coeficiente de caja o la acogida de nuevos activos admisibles como colateral en las operación de política monetaria.

3.2.1. “Whatever It takes”: Impulso político en la UEM a mediados de 2012.

En 2012 tuvo lugar una caída de la actividad económica a nivel global, concretamente en Europa, se registraron tasas de variación negativas del PIB entre el 0,9% (2012) y el 0,2% (2013). Existiendo divergencias entre países, por ejemplo, en Francia y Alemania solo supuso una ralentización de su economía y en cambio España, Portugal o Italia registraron pérdidas de entre el 4% y 5% en el acumulado de los dos años, o especialmente Grecia con pérdidas del 10% de su actividad económica. (BdE, 2017)

2. Gráfico del crecimiento del PIB real (2007-2013)



Fuente: Banco de España (BdE, 2017)

En los mercados de deuda pública hubo un incremento en las primas de riesgo, concretamente en España los diferenciales de rentabilidad de los bonos a dos años con respecto a Alemania llegaron a situarse por encima de los 700 puntos básicos.

Por otro lado, el tipo de cambio EUR/USD se depreció un 8% a favor del dólar en el periodo de principios de abril hasta finales de julio, causando incertidumbre en la supervivencia del proyecto de moneda única en la zona euro.

Asimismo, el sector financiero español también reflejó un aumento de la inestabilidad de algunas entidades, con incrementos significativos en la morosidad, reducción del crédito concedido y agravamiento de la incertidumbre a causa de la dudosa solvencia de algunas entidades. Como consecuencia, en junio de 2012 España solicitó a las autoridades europeas una ayuda para el sector financiero. Ante la gravedad de la situación en la zona del euro, Paul Krugman, premio Nobel de economía en 2008, en una entrevista concedida a Alicia González para hablar sobre su libro *“Acabad ya con esta crisis”*, en la cual la periodista le preguntaba acerca de si creía que el rescate solicitado por las autoridades españolas era suficiente, Krugman respondió:

“Tampoco creo que un rescate soberano sea la respuesta, basta con ver lo que ha sucedido en Grecia o en Irlanda, donde no se ve atisbo de recuperación. Ni siquiera creo que haya recursos suficientes para un rescate a la griega de España. Lo que España necesita es un cambio en la política macroeconómica europea, que el BCE compre bonos para reducir los tipos”. (González, 2012)

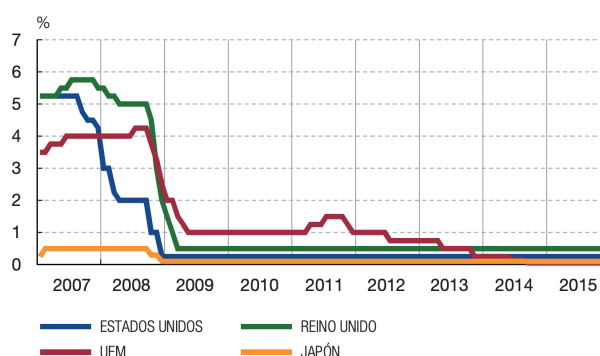
En la reunión de junio del 2012 del consejo del banco central, con el propósito de establecer una única unión bancaria, los jefes de Estado y Gobierno de la UEM pusieron en marcha el MUC (Mecanismo Único de Supervisión) en el que el BCE supondría el elemento central, además de, poner en marcha un programa para impulsar el crecimiento económico.

Siguiendo la misma línea, ante la preocupante situación en la que se encontraba el euro, el 26 de julio del 2012, Mario Draghi - el entonces presidente del BCE – manifestó en su histórica declaración “El BCE hará todo lo necesario para sostener el euro. Y, créanme, eso será suficiente”, - marcando un antes y un después -. Unas horas más tarde la bolsa española registró la mayor subida al cierre en dos años con un aumento del 6% y se redujo la prima de riesgo del bono a 10 años en 50 puntos básicos. (BdE, 2017)

“Nunca con tan poco el mercado se había movido tanto: ese guiño del Eurobanco vale más que un centenar de planes de ajuste” - mencionó Claudi Pérez en el artículo publicado – aclarando la tranquilidad que había proporcionado a los mercados el discurso del expresidente del BCE. (Pérez, 2012)

A continuación, el Banco Central Europeo puso en marcha diversas acciones de política expansiva. En primer lugar, estableció un programa consistente en la compra ilimitada de bonos soberanos, con un vencimiento de entre uno y tres años, con el objetivo de contribuir a restaurar la efectividad y unicidad de la política monetaria del BCE y reducir la incertidumbre ante la posible reversibilidad del euro.

3. Gráfico de los tipos de intereses oficiales (2007-2015)



Fuente: Banco de España (BdE, 2017)

En segundo lugar, durante 2012 y 2013 fueron disminuyendo los tipos de interés hasta situar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en su mínimo histórico hasta el momento (0,25%), además de confirmar en un comunicado la idea de mantener los tipos en ese nivel o inferior durante un largo periodo. (BdE, 2017)

3.2.2. La economía española ante la debilidad de la zona euro. (2012)

En España, las condiciones de financiación de las entidades bancarias continuaron endureciéndose como consecuencia, en parte, de la incertidumbre acerca de la situación patrimonial de éstas. La solicitud de ayuda crediticia por parte del grupo BFA-Bankia actuó como detonante para confirmar los temores acerca de la situación en la que se encontraban algunas entidades de créditos españolas.

Al mismo tiempo, se produjeron salidas netas de fondos hacia el exterior por un importe equivalente al 29% del PIB español, provocando una crisis de financiación exterior en España. Estas circunstancias tuvieron como resultado que el 34% de liquidez que había inyectado el BCE a los bancos de la zona del área euro fueran para las entidades de crédito españolas. (BdE, 2017)

A pesar de algunas medidas que adoptó el Gobierno español, como fue la solicitud, en junio de 2012, a las autoridades europeas para ayudar a las entidades de crédito que se encontraban en una situación de creciente incertidumbre y con dificultad para la obtención de fondos, la contracción de la economía española que se había iniciado el año anterior continuó durante 2012 e incluso comienzos de 2013, disminuyendo en un 4,6% el PIB español. En adición a esto, la tasa de paro alcanzaría su máximo histórico (27%) en el primer trimestre del 2013.

Más adelante durante el cuarto trimestre de 2013 se verían los primeros comienzos de recuperación de la economía española con un crecimiento del 0,2%, debido al aumento del consumo de los hogares por tercer trimestre consecutivo y de la inversión en bienes de equipo, acompañado de un aumento del empleo en un 0,1%, el cual no se registraba desde principios de 2008. (BdE, 2017)

Además, contribuyeron a la mejora de las expectativas otros efectos tales como la política expansiva implantada por Mario Draghi y la recuperación económica global y de la UEM. (Ministerio de Economía y Competitividad, 2014; BdE, 2017)

3.2.3. El comienzo de la recuperación económica (2014-2015).

El año 2014, fue un año de reforzamiento del sistema financiero y en el que, ante un contexto de bajo dinamismo, los bajos niveles inflación en la zona euro suponían una situación cada vez más problemática. El BCE llevó a cabo durante este año y comienzos de 2015 dos bajadas de los tipos de interés oficiales, en concordancia con el discurso de Draghi en el Congreso Europeo de Banca, “Hemos reafirmado recientemente nuestras indicaciones de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en niveles bajos durante un período prolongado en línea con la debilidad de las perspectivas de inflación”. (Draghi, 2014)

Asimismo, en el mismo sentido al discurso de lo expresado por el presidente del Banco Central Europeo, se aprobó un programa de financiación a largo plazo que en principio tendría una duración de dos años, TLTRO I (*Targeted longer term refinancing operations*), el cual consistía en ofrecer financiación a un plazo de 4 años con un tipo de interés fijo, para fomentar la concesión de préstamos a empresas y consumidores. Reafirmando la política monetaria expansiva del BCE se inició un nuevo programa de compra de activos. Por último, a finales de este año entró en funcionamiento de manera formal el MUS (Mecanismo Único de Supervisión). (BdE, 2017, pp. 209 - 212)

En cuanto al PIB de la zona euro en 2015 creció un 1,5%, frente al 0,9% en que había aumentado el año anterior. Las causas de esto fue en parte la mayor disponibilidad de liquidez por parte de las familias, gracias también a la mayor facilidad en la concesión de créditos, unido a un contexto sin presiones inflacionistas.

En cuanto a la economía española en 2014, a diferencia de la UEM se registraron las primeras tasas significativas de crecimiento económico, creciendo el PIB español en un 1,4% en diferencia al año anterior que se había registrado una caída del 1,7%. Las rentabilidades de la deuda pública y los diferenciales a diez años descendieron rápidamente, como consecuencia de la mejora en la confianza y condiciones de financiación, debido en parte a las medidas de impulso económico llevadas a cabo en el Eurosistema. (BdE, 2017, pp. 209-212)

Este crecimiento de la economía de nuestro país se vería intensificada en 2015, con un crecimiento del 3,2% motivado en parte por los sucesivos descensos del petróleo, establecimiento de equilibrios macrofinancieros y una amplia cantidad de estímulos financieros. No obstante, las elevadas tasas de paro, el apalancamiento privado y la consolidación fiscal seguían suponiendo un reto. (BdE, 2016)

4. ANÁLISIS MACROECONÓMICO DE ESPAÑA EN LA EUROZONA. (2020-2022)

A continuación, llevaré a cabo un análisis de los sucesos económicos más recientes como son la Covid-19 y el repunte inflacionista, que en 2022 fue impulsado por la invasión entre Rusia y Ucrania, haciendo referencia al comportamiento que ha tenido la economía española en la eurozona.

En definitiva, este capítulo trata de proporcionar una visión comparativa sobre cómo a partir de la pandemia y las políticas económicas implementadas por el Banco Central Europeo, ha cambiado el paradigma tanto de la economía española como de la eurozona en su conjunto, reflejándose en la actualidad los efectos de unas tasas de inflación que contrastan en varios puntos porcentuales con las registradas durante la última década, al igual que el aumento del balance del BCE que casi se ha duplicado durante estos dos últimos años.

4.1. IMPACTO SOCIOECONÓMICO DE LA PANDEMIA COVID-19.

El año 2020 siempre será recordado por la crisis sanitaria y económica que provocó la pandemia del Covid-19. Su llegada a Europa se produjo a finales de febrero y comienzos de marzo, provocando una reducción tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda; concretamente España junto a Italia, fueron de los países más afectados en la primera ola de la pandemia debido tanto a un alto número de casos de contagio registrados, como a la dependencia de su actividad económica en sectores más vulnerables en épocas de restricciones para las personas, como la hostelería y el turismo. A finales de este año se produjo una caída del PIB español de un 8,9% en relación con el registrado el año anterior, a diferencia del 4,9% de la zona euro. Esta diferencial de la producción de nuestro país con respecto a la eurozona se debe en parte a que el sector turístico, el cual se vio afectado tras la cuarentena en nuestro país, supone un gran peso sobre el PIB de España, además de que el tejido empresarial español está compuesto en su mayoría por pymes, respecto a lo cual una encuesta realizada por el Banco de España señala que fueron las empresas más vulnerables durante la pandemia:

“La fuerte caída de los niveles de rentabilidad, unida al crecimiento del endeudamiento, se habría traducido en un aumento notorio de la proporción de compañías vulnerables (es decir, aquellas con patrimonio neto negativo o con niveles de endeudamiento elevados), que habría sido más acusado dentro de las pymes y en los sectores más afectados por la pandemia.” (BdE, 2021, p. 5).

La Covid-19 se produjo en un contexto en el que hasta aquel entonces la inflación en la zona euro, como ya he comentado anteriormente, registraba niveles bajo de inflación e incluso en algunos países se habían registrado tasas negativas, entre ellos incluidos España, la cual registraba una inflación media anual del -0,3%.

4.1.1. Aumento de la deuda pública.

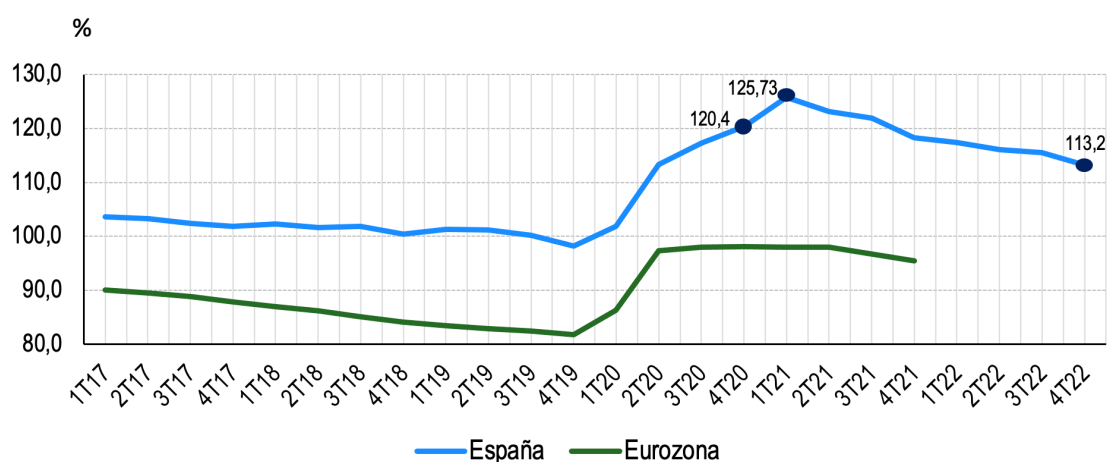
Durante el año de la pandemia la ratio de deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) sobre el PIB aumentó un 24,4% en relación con 2019. A modo de comprender la evolución de la ratio de deuda de las AAPP sobre el PIB, ésta se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Ratio de deuda sobre el PIB} = \frac{\text{Deuda nacional}}{\text{PIB nominal}} \times 100$$

El Gobierno español tras la llegada de la pandemia puso en marcha diversas políticas extraordinarias entre ellas la formulación del "Plan de Medidas Extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19" el cual incluía medidas como: ayudas para autónomos y empresas; flexibilización de los ERTE; moratoria de las hipotecas y alquileres, que permitía a las personas que habían visto reducidos notoriamente sus ingresos prorrogar el pago de sus hipotecas durante un plazo máximo de doce meses o en el caso de los alquileres solicitar al propietario una disminución del 50% del alquiler durante un plazo de seis meses; y el refuerzo de los servicios sanitarios. Este plan se complementó con el Fondo Covid-19, al cual se destinaron 16.000 millones de euros para hacer frente a la situación económicas, sanitarias y sociales.

Como resultado de estas medidas, España cerró el año 2020 con un déficit del 10,09% (113.172 millones de euros), excluyendo la ayuda financiera recibida por parte de la Unión Europea. Este aumento de la deuda pública de nuestro país, sumado a la contracción del PIB nominal (efecto denominador), que se produjo debido a las restricciones de movilidad establecidas durante el confinamiento a las personas con la intención de frenar la propagación del virus, tuvieron como consecuencia un aumento de la ratio de deuda de las AAPP situándola en el 119,9% a finales de 2020.

4. Gráfico de la deuda de las AAPP en porcentaje del PIB en España frente a la eurozona



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España y Eurostat.

El año 2021 se caracterizó como el año del comienzo de recuperación de la actividad económica tras la crisis sanitaria, y en relación con la ratio de deuda de las AAPP sobre el PIB español, el nivel de endeudamiento comenzó a reducirse de manera gradual a partir de marzo de 2021 (125,73%, máximo histórico), para pasar al 113,2% registrado en diciembre de 2022; esta reducción de más de un 12% fue debida en parte a la eliminación progresiva de las restricciones impuestas a los ciudadanos a raíz de la pandemia, los programas de estímulo fiscal y la implementación del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia de la economía española, el cual contemplan un total de 140.000 millones de euros, financiados por la UE.

En el caso de los países de la eurozona en su conjunto la ratio de deuda de las AAPP en 2020 mostraría un aumento, debido también a la pandemia de la Covid-19, de un 14,1% (97,3% del PIB), respecto al 85,1% que se registró en 2019. Este aumento fue consecuencia, como en el caso de España, del aumento generalizado del gasto público por parte de los gobiernos de la eurozona para hacer frente al Covid-19, así como de la contracción de la actividad. Igualmente, el aumento en la ratio de deuda de las AAPP sobre el PIB mostró cierta dispersión en función de los países: Italia (21,2%), Francia (18,1%) y Alemania (10,1%).

Este fenómeno del aumento de la deuda ha tenido lugar a nivel global, ya que “los países se han sumido en un océano de deuda para intentar mantenerse a flote tras la peor recesión en casi un siglo”, según datos del IIF (Instituto de Finanzas Internacionales, por sus siglas en inglés) la deuda ha alcanzado el 355% sobre el PIB global. El IFF ya advertía sobre la necesidad de subir los tipos para evitar una acumulación de deuda en empresas inviables y que, sumado a un entorno de tipos bajos, el comienzo de las presiones al alza en los precios de las materias primas podría provocar una situación aún peor en la economía. (González, 2021)

4.1.2. Política monetaria del BCE ante la Covid-19.

Todas estas políticas, que se pusieron en marcha de forma extraordinaria con la llegada de la pandemia por el gobierno de España y demás gobiernos de otros países europeos, se pudieron llevar a cabo gracias al soporte de la UE en parte por el Fondo de Recuperación Europeo, dotado de 750.000 millones de euros en subvenciones y préstamos, que tenían como objetivo ayudar a los países de la zona euro para combatir esos efectos negativos de la pandemia con un crecimiento sostenido a largo plazo.

Antes de mencionar la política aplicada por el BCE para proporcionar un impulso económico a raíz de la pandemia y la situación de incertidumbre, resulta conveniente destacar el comunicado del BCE en el que se trataba acerca de la revisión de su política monetaria, anunciado el 23 de enero de 2020. Dicha revisión tenía la intención de mantener la estabilidad de precios que limita al BCE, acordada en el Tratado de la UE.

En este comunicado se mencionaron algunos factores estructurales de la economía como el envejecimiento de la población, afrontar el problema de niveles tan bajos de inflación que tenía el BCE a principios de 2020 y el permanente decrecimiento de las economías avanzadas, entre otros.

Por otra parte, en marzo de 2020, el Banco Central Europeo puso en marcha el PEPP, un programa que permitía al banco central la compra de bonos (públicos o privados) y otros valores de deuda, con la finalidad de mantener la estabilidad financiera en la eurozona. Cabe destacar que, a comienzos de 2020, a parte de los bajos niveles de inflación en los que se encontraba la zona euro, ya existían programas de estímulo monetario como el APP, entre otros, que permitía a las autoridades de la zona euro la compra de bonos.

A efectos de una mejor comprensión respecto a las razones por las que el banco central llevo a cabo la implementación de un nuevo programa de compra de bonos (PEPP) cuando ya había uno en vigor (APP) que le permitiera hacerlo, conviene aclarar el concepto en el que se basó el nuevo instrumental monetario del BCE, la fragmentación de bonos.

A diferencia del PEPP, la compra de bonos a través del APP se distribuye según la “clave de capital”; esto hace referencia a la cantidad de capital que deben mantener los gobiernos en relación con sus activos ponderados por riesgo, es decir, el APP requería a las instituciones una clave de capital mínima para que pudieran acceder a los fondos.

El BCE entendía que, ante una situación de gran incertidumbre como fue la vivida con la llegada del Covid-19 a Europa, convenía concentrar la compra de activos en aquellos países con peores condiciones de financiación, como era el caso de España que ya contaba con un nivel de deuda pre-pandemia elevado, y así con la llegada de este programa se redujeron de forma sustancial los tipos de interés de la deuda soberana. Por ello el PEPP, sirvió como herramienta que proporcionó mayor flexibilidad al banco central en la compra de activos.

En el comienzo este programa se dotó con 750.000 millones de euros y se fijó un horizonte temporal que duraba hasta finales de 2020; como consecuencia de la evolución de la crisis económica a mediados de este mismo año y de la incertidumbre ante las posibles consecuencias económicas que podía llegar a tener la reactivación de la pandemia, el monto por el que se llegó a dotar este programa en diciembre de 2020 ascendía a 1.850.000 millones de euros, ampliando su horizonte temporal hasta al menos finales de 2023. La recalificación de la duración del PEPP ha proporcionado confianza al mercado y ha traído consigo un mayor consumo y aumento de la inversión de las empresas.

Por otro lado, en marzo de 2020 tras la llegada del virus a Europa, la desaceleración económica provocó el endurecimiento de obtención de liquidez para los bancos y también la desconfianza por parte de estos para conceder créditos debido a la incertidumbre económica presente. Estas situaciones suponían un riesgo de contracción en el flujo de crédito para la economía real, ya que en la eurozona los bancos son la principal fuente financiación para familias, autónomos y empresas (sobre todo pymes, que son las empresas que no tienen facilidades de financiación a través de los mercados financieros).

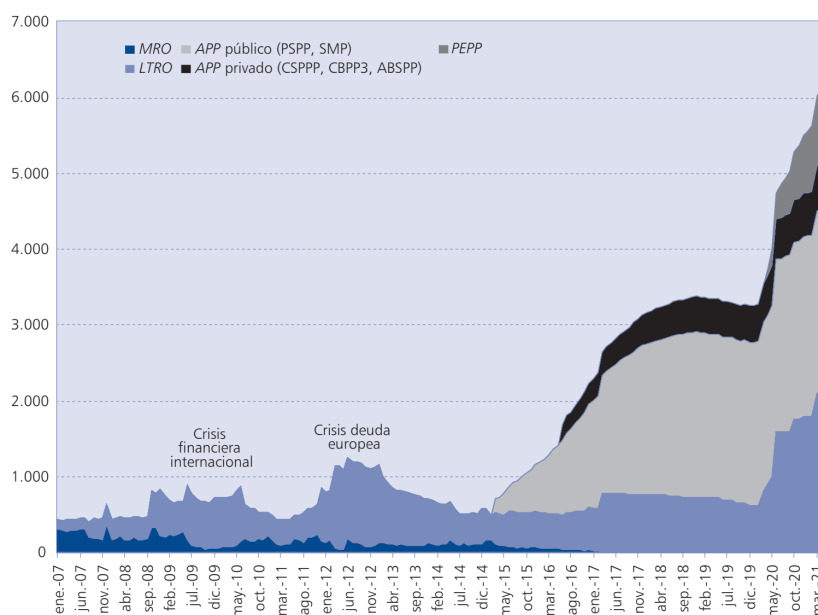
Esta importancia de las entidades bancarias en Europa ha supuesto una de las principales diferencias respecto al modo en que el BCE ha actuado en contraste a otros bancos centrales como la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, los cuales han optado por adquirir bonos gubernamentales a gran escala.

Esto sucede a diferencia del Banco Central Europeo el cual, ante la incertidumbre presente en los mercados monetarios, implementó un programa para proporcionar liquidez a los bancos (LTRO), las cuales funcionaban como “préstamos puentes” durante los meses de pandemia con mayor complejidad.

De la misma manera que sucedía con la implantación de un nuevo programa de compra de deuda establecido en tiempos de pandemia (PEPP), que se puso en marcha a pesar de que ya existía un programa que permitía al BCE comprar bonos (APP) pero con una menor flexibilidad, ocurría igual con las TLTRO III, que como he mencionado en capítulos anteriores, consistía en un programa que se implantó por primera vez en 2014 (TLTRO I) de manera “temporal” – desde entonces se han seguido utilizando como herramientas de política monetaria, reactivándose hasta en tres ocasiones: TLTRO I, TLTRO II, TLTRO III – ; ante la posible contención de los bancos a la concesión de préstamos a la economía real, el banco central decidió modificar, el 12 y 30 de marzo de 2020, las condiciones de las TLTRO III, puestas en marcha en marzo del 2019. Esta modificación de las operaciones de refinanciación a largo plazo facilitaba la opción a los bancos de obtener condiciones de crédito con tipos de interés muy bajos e incluso negativos (-1%) entre junio y julio de ese mismo año.

Estas condiciones resultaron ser tan atractivas que en junio de 2020 el monto de los préstamos concedidos ascendió a 1.3 billones - máximo histórico registrado en una sola operación de provisión de liquidez-. A su vez con las modificaciones en las TLTRO III, se conseguiría indirectamente un aumento en el gasto de servicios y bienes, por tanto, se pretendía que contribuyera a alcanzar su objetivo de una tasa de inflación al 2%.

5. Gráfico de la evolución del balance del BCE (2007-2021)



Fuente: Castillo, Doménech & Jiménez. (2021, diciembre)

En este gráfico se puede observar mejor cómo la proporción de liquidez al Eurosistema por el banco central, a raíz de los programas implantados para la anticipación a escenarios adversos ante un entorno de gran volatilidad e incertidumbre, ha casi duplicado el balance del BCE entre marzo de 2020 y marzo de 2021, aumentando este en 3.000 millones de euros, de modo que -en comparación con las crisis financiera de 2008 y la crisis de deuda europea - el balance aumentó en 700 millones de euros y 1.100 millones de euros, respectivamente.

4.2. AUMENTO HISTÓRICO DEL IPC EN LA UEM (2021-2022).

En un contexto en el que, como he mencionado en apartados anteriores, la ratio de deuda de las AAPP españolas sobre el PIB alcanzaría sus máximos históricos (una tasa del 125,73% sobre el PIB), se registraba igualmente una tasa de ahorro de las familias españolas que alcanzaba también máximos históricos durante ese año, 18% de su renta bruta disponible - nivel muy superior a la registrada años anteriores -, debido a las medidas de restricción de movilidad y contacto social, que hicieron también que se redujera el consumo. Se trató de una caída en la actividad económica como consecuencia del impacto que tuvo la pandemia en el lado de la oferta y el lado de la demanda que es comparable con el efecto que tuvo la Segunda Guerra Mundial.

Así pues, en el año 2021 con el levantamiento progresivo de algunas medidas restrictivas, impuestas a los ciudadanos durante el año de la llegada del Covid-19 sumado a las extensas ayudas macroeconómicas, se dio lugar a una rápida recuperación económica por el lado de la demanda, a diferencia de lo que sucedía por el lado de la oferta, en el que se observaba una producción a nivel global limitada por la complejidad existente en las cadenas de suministros, principalmente debido a la falta de bienes intermedios.

Este desequilibrio en el ajuste entre la oferta y la demanda, que como se mencionaba en el apartado anterior, ha sido generado por la escasez de los bienes intermedios (entre los que se incluyen los bienes energéticos), aumentando los costes de consumos intermedios para las empresas, que se han traducido en el aumento del precio de los bienes finales; éste junto a los demás factores, provocaría el comienzo de lo que actualmente representa la principal preocupación para las autoridades centrales, que es un aumento en los niveles de precios al consumo desde comienzos de 2021 hasta los dos últimos trimestres de 2022, llegando a cifras en el IAPC del 10,6% en junio de 2022, en el conjunto de la zona euro.

Todo ello en contraste con los niveles registrados durante la última década en que, como se mencionaba anteriormente, la preocupación de los bancos centrales residía más bien en aplicar políticas expansivas con la finalidad de elevar los precios al nivel de tasas del IPC alrededor del 2%, objetivo fijado por el BCE para la inflación en la eurozona.

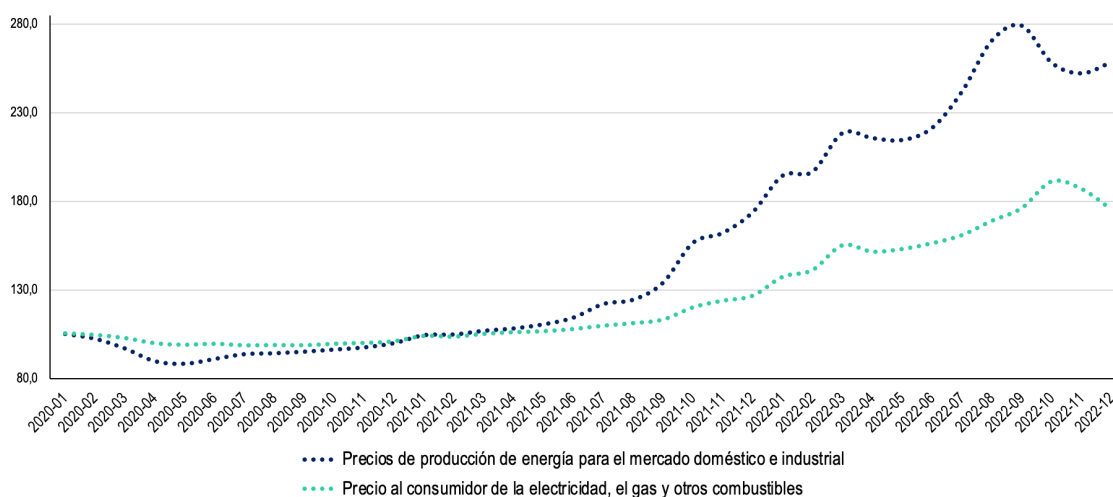
4.2.1. Conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania y consecuencias económicas.

Aunque durante el transcurso del año 2021 pareciera que el repunte de la inflación causado por la debilidad en el lado de la oferta fuera algo transitorio, posteriormente, en marzo de 2022 los precios de la energía experimentarían una gran subida como consecuencia del primer movimiento por parte de Rusia en la invasión a Ucrania.

Para comprender el efecto en la inflación de estas tensiones geopolíticas, conviene explicar que Ucrania es un país de gran importancia en lo que concierne a la transmisión del gas natural a los demás países de Europa, y que asimismo en Ucrania se encuentra el principal gasoducto de gas ruso (Gazprom) utilizado para llegar a los mercados europeos. Por otro lado, Rusia posee la cuarta parte de las reservas de gas a nivel mundial y detrás de Arabia Saudí es el país que más petróleo exporta, - debido a que, independientemente de que Estados Unidos sea la potencia mundial que más produce, también es el país que más petróleo consume a nivel global -.

Es por ello, que las tensiones geopolíticas entre ambos países, Rusia y Ucrania, han ocasionado que exista una gran volatilidad en los mercados del gas, ya que la posibilidad de que se produjera un corte en el suministro de gas produciría una escasez en estos bienes, y se traduciría en un aumento de los precios de la energía. Cabe destacar que la energía afecta directamente en el ahorro de las familias, es decir, un aumento en los precios de la energía se traduce directamente en un aumento de los precios, por ejemplo, de la luz, calefacción y transporte.

6. Gráfico de los precios de energía de productores y consumidores en la UEM.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

En el gráfico se puede observar cómo el aumento de los precios de la energía se produjo a partir de marzo de 2020, con la llegada de la primera oleada de contagios, en un contexto de creciente demanda internacional, y teniendo en cuenta que la energía que se consume en Europa es en mayor parte importada, es decir, la mayoría de la energía que consumimos en Europa no es producida en nuestro territorio, sino que nos abastecen países como Rusia.

Como consecuencia de esta dependencia del suministro de energía de Europa, al aumentar los precios de importación de la energía (datos no representados en el gráfico) en el segundo cuatrimestre de 2021, ello afectó en el mismo sentido tanto al aumento en los precios de energía de los productores como de los consumidores.

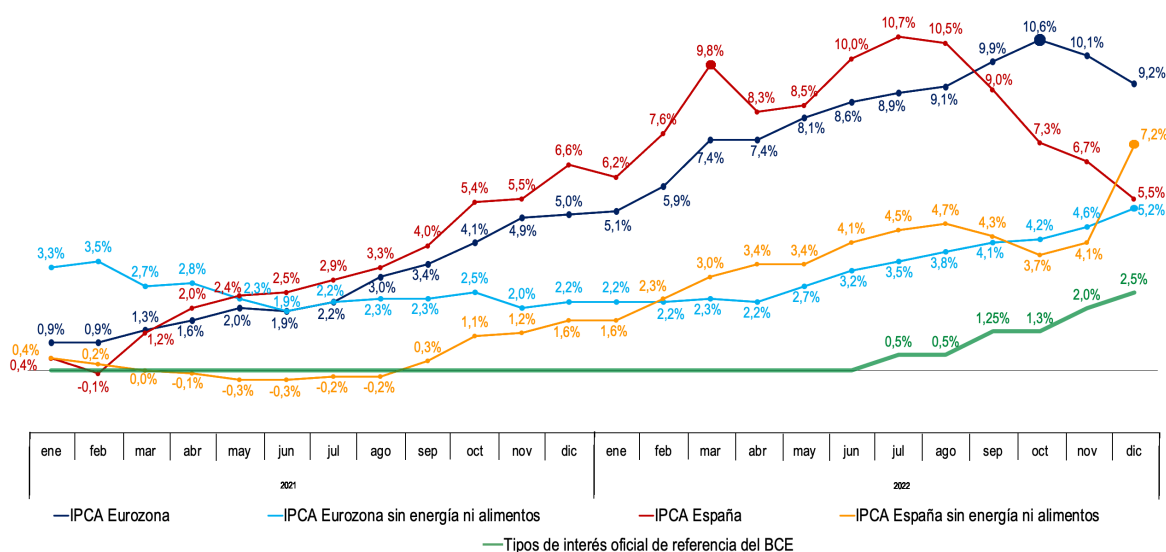
En 2022, tras haberse producido el primer ataque de Rusia a Ucrania y el gobierno ruso haber suspendido el suministro de gas a algunos países de la zona euro, como Alemania - la cual depende en gran parte del gas ruso para la generación de energía – todo esto ha supuesto un repunte de los precios del gas y también ha provocado niveles de precios históricos para la energía en la zona euro.

Por otro lado, Ucrania también es un gran exportador de alimentos agrícolas como el trigo, los cereales o el aceite de girasol, del cual además es el número uno en el ranking de países productores de aceite de girasol. Por ello la guerra entre Rusia y Ucrania hizo que la seguridad alimentaria se viera afectada y se ha traducido en un aumento en los precios de estos alimentos.

4.2.2. Inflación récord en toda una generación en España.

En cuanto a los efectos que han representado estas tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania respecto a la economía española, a pesar de, que en nuestro país la mayor parte del gas es importado, cabe indicar que no dependemos directamente del gas ruso para la generación de energía, ya que el gas es importado de otros países como Argelia, Nigeria o Estados Unidos.

7. Gráfico de la evolución del IAPC general y el IAPC excluyendo alimentos y energía, de España frente a la eurozona (2021 – 2022).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE y Eurostat.

Sin embargo, aunque no tengamos dependencia directa del gas ruso, como menciona la ministra Ribera en un informe del Banco de España “por cada euro que sube el gas en los mercados internacionales, el precio de la electricidad en el mercado mayorista sube dos euros”, lo cual explica el aumento en la factura de la electricidad, principal factor al cual se le atribuye el aumento de las tasas del IPC en nuestro país desde mediados de 2021. (Fuentecilla, 2021)

Como se puede observar en el gráfico 7, en febrero del 2021, la inflación general registraba una tasa interanual del 0,0% y fue a partir de marzo de ese mismo año cuando comenzó una tendencia alcista en el IAPC⁴, aumentando en tan solo un año (desde marzo 2021 hasta marzo 2022) en un 7,6% y alcanzando su máximo tras cuatro décadas en julio de 2022 con una tasa del IAPC del 10,7%.

En un principio la causa del comienzo de la tendencia alcista en el nivel de los precios era consecuencia de la normalización de los precios del petróleo después de la gran caída que había tenido el precio del barril durante la pandemia, por lo que por el momento no representaba un problema estructural del IAPC, sino que era consecuencia en un principio de la reactivación del consumo y recuperación de la demanda, tras la sensación de abundante liquidez que existía en los mercados, después de los muchos programas de *Quantitative Easing* “ocultos” del banco central de Christine Lagarde.

A mediados del año 2021, se incrementa el ritmo de la tendencia alcista del IAPC derivado de varios factores como la continuación del incremento de los precios en el petróleo, de los de la electricidad como efecto del aumento del gas natural, y del transporte marítimo y materias primas en general, llegando a registrar a finales de 2021, tasas del IAPC del 6,6% y 5,0% en España y la eurozona, respectivamente. Unos datos del IAPC que se alejan bastante del objetivo que tiene el BCE de mantener tasas cercanas al 2% en el medio plazo.

Sin embargo, a pesar de esta situación que ponía presión sobre el BCE y su compromiso de mantener la estabilidad en los precios de la zona euro, Christine Lagarde en una conferencia realizada en diciembre de 2021, señala:

“La inflación ha registrado un fuerte aumento debido al acusado incremento de los precios energéticos y a que la demanda está superando a una oferta restringida en algunos sectores. Se espera que siga siendo elevada a corto plazo, pero debería descender a lo largo del próximo año.” (Lagarde, 2021)

Con esto se asumía que el problema de la inflación era un suceso transitorio causado en un 50% por el aumento en los precios de productos energéticos, lo que suponía una perspectiva equivocada, ya que como se puede observar en el gráfico 7 la senda ascendente continuaría subiendo hasta tasas de doble dígito durante 2022, en parte también por la guerra de Rusia y Ucrania.

⁴ IAPC (Índice Armonizado de Precios al Consumidor), es un indicador económico encargado de la medición de la inflación, que fue establecido por el BCE como el más adecuado para evaluar la estabilidad de los precios.

Aun así, su mensaje en esta conferencia obtuvo un tono más “hawkish” en comparación con conferencias anteriores, mencionando que van a reducir progresivamente las compras de activos a través del PEPP y que pondrán fin a la compra a partir de marzo de 2022, es decir, que además de que van a dejar vencer los bonos que habían comprado hasta el momento, comenzarán a reducir progresivamente su balance.

Por otro lado, la importancia de mantener los salarios ajustados por la productividad del trabajo alrededor del 2% resulta importante para evitar una espiral de subidas en el nivel de los precios que tendería a autoalimentarse, “En la medida que esto se consiga, el problema de la inflación tendrá un carácter transitorio”, tal como se afirma en el informe de FEDEA “*España ante el reto de la inflación*”. En este sentido durante 2021 y 2022 no se observaron presiones inflacionistas en los salarios, aunque sí se advierte que pudiera ser un riesgo futuro. (Boscá et al., 2022)

4.2.3. Divergencias de inflación entre los países miembros de la UEM.

Debe destacarse que las elevadas tasas de inflación, según se puede observar en la tabla 8, han supuesto un gran problema para la mayoría de las economías avanzadas en la eurozona, en la que según datos de Eurostat se registró en promedio de todos los países miembro de la UEM una tasa del IAPC en 2022 del 8,4%.

A pesar de estar regida por el mismo banco central, este dato no representa ni la mitad, en comparación con los datos registrados en algunos de los países miembros de la zona euro, como son los países bálticos: Lituania, Estonia y Letonia, que registraron unas tasas del IAPC interanuales del 18,8%, 19,4% y 17,1%, respectivamente.

En primer lugar, para comprender mejor una de las causas de estas grandes diferencias del registro en el IAPC de los distintos países, es conveniente explicar que el IAPC se calcula de la siguiente manera:

$$IPCA = \frac{IPCA_x - IPCA_{x-1}}{IPCA_{x-1}}$$

Es decir, este dato se obtiene a partir de datos comparados con el año anterior. El efecto de la pandemia en 2020 llevó a algunos países, como es el caso de los países bálticos, a la deflación. Por tanto, dado el aumento generalizado del nivel de los precios de la zona euro, en parte por el aumento en los precios de la electricidad, al compararlos con los datos negativos del año anterior esta tasa va a representar un aumento estadístico mayor.

En segundo lugar, esta diferencia se explica tanto por las condiciones meteorológicas como por el tejido empresarial que existe en algunos países; estos exigen un mayor uso de la electricidad, debido al incremento del precio de la energía que se ha traducido en aumentos del IAPC, sobre todo en los países bálticos.

8. Tabla del promedio IAPC anual de los países miembros de la UEM. (2021-2022)

Países miembros de la UEM	Tasa anual promedio del IPCA	
	2021	2022
Lituania	4,6%	18,8%
Estonia	4,5%	19,4%
Luxemburgo	3,4%	8,1%
Letonia	3,3%	17,1%
Bélgica	3,2%	10,3%
Alemania	3,1%	8,6%
España	3,0%	8,3%
Eslovaquia	2,8%	12,1%
Países Bajos	2,7%	11,6%
Austria	2,7%	8,6%
Irlanda	2,5%	8,1%
Chipre	2,3%	8,1%
Eslovenia	2,1%	9,3%
France	2,0%	5,9%
Finlandia	2,0%	7,2%
Italia	1,9%	8,7%
Portugal	0,9%	8,1%
Grecia	0,8%	9,3%
Malta	0,7%	6,1%
Eurozona - UE19 (2015-2022)	2,5%	8,4%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

En el caso concreto de la divergencia de los países bálticos con respecto a los demás países de la zona euro, se puede recordar que también influyen aspectos como la cercanía a Rusia, las diferentes formas de comercios establecidas con algunos de los países que han resultado más afectados por la guerra o la composición de la cesta de la compra de los ciudadanos.

5. QUANTITATIVE TIGHTENING Y ADAPTACIÓN DEL FORWARD GUIDANCE.

En este capítulo, trataré sobre las nuevas decisiones de política monetaria del BCE en su objetivo para redireccionar los niveles del IAPC cercanos al 2%, haciendo un resumen de las políticas monetarias aplicadas hasta la actualidad por el BCE – ya explicadas anteriormente- y cómo este nuevo contexto de elevada inflación en la zona euro ha llevado al BCE a adoptar un nuevo *forward guidance*.

En un primer lugar, como ya he mencionado durante el desarrollo de este TFG, el BCE tiene la responsabilidad de mantener la estabilidad de precios en la eurozona dado el TFUE (Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea).

Ahora bien, en este tratado no se define que se deban mantener niveles del IAPC cercanos al 2%, sino que fue el banco central quien estableció que cada año, en el conjunto de los países miembros de la UEM, se mantuviera ese nivel en los precios al consumo.

Una de las herramientas principales de política monetaria para regular la inflación son los tipos de interés, y en tal sentido a raíz de la crisis de 2008 se inició una etapa que se denomina de presiones desinflationarias en la que los tipos de interés se mantuvieron bajos para estimular la economía, y con ello se pretendía que aumentara la inflación; a pesar de ello, no se reflejaron indicios de aumento en las tasas del IAPC y fue en 2014 cuando el BCE puso en marcha políticas monetarias no convencionales, que consistían en la compra masiva de deuda para inyectar liquidez al sistema y tratar de elevar las tasas de inflación a su objetivo, aunque a pesar de estas medidas la inflación se mantuvo por debajo de tal objetivo.

5.1. CAMBIO DE DIRECCIÓN EN LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE.

Este nuevo contexto actual de tasas de inflación elevadas ha llevado al BCE a realizar un cambio en su política monetaria expansiva que durante la última década había llevado a cabo a través de programas de *quantitative easing* y tipos de interés cercanos al 0% e incluso por debajo. De la misma manera que la Reserva Federal de Estados Unidos u otros bancos centrales, el Banco Central Europeo ha decidido seguir sus pasos en la implantación de una política monetaria restrictiva a través de aumento de los tipos de interés y lo que sería en el caso de la UEM, el primer *quantitative tightening*. (Ver gráfico 5, subepígrafe 4.1.2.)

Antes de comenzar con el desenlace de las decisiones de política monetaria del BCE durante el año 2022, voy a explicar por qué, aunque sí es cierto que el aumento de los tipos de interés y la reducción del balance del banco central se hayan llevado a cabo en paralelo, se ha realizado en una primera instancia un aumento más acusado de los tipos de interés y posteriormente se haya comenzado con la reducción del balance.

En primer lugar, debido a la experiencia y conocimiento que tienen acerca de cómo van a reaccionar los mercados ante un ajuste en los tipos de interés, certidumbre que no tienen en el momento de determinar la manera en la que van a reaccionar ante un programa de drenaje de liquidez del sistema, aún más cuando el balance del BCE se encuentra en máximos históricos.

En segundo lugar, los tipos de interés son una mejor herramienta para establecer una política monetaria restrictiva ya que la eficacia de la política monetaria depende en gran medida de los créditos bancarios que se conceden.

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo estableció su primera subida de tipos de interés el 9 junio de 2022, aumentando el tipo de interés de referencia en 50 puntos básicos, la mayor subida desde hace veintidós años, pasando de un -0,25% a un 0,25%. En esa misma reunión Lagarde dejó claro que sería la primera de los próximos aumentos que estarían por suceder.

Además, en esta reunión comunicó el fin de la compra de activos a través del APP, transmitiendo las primeras ideas de reducir progresivamente su balance, aunque considerando unas tasas de inflación históricas muy alejadas de su objetivo y un balance también en máximos históricos; este mensaje podría considerarse bastante “dovish”, debido a su aclaración de que aunque fuera a finalizar la compra de bonos de las APP continuaría reinvertiendo el principal de los bonos adquiridos hasta el momento para garantizar condiciones de liquidez, al igual que con el PEPP que continuará reinvertiéndolo hasta al menos, finales de 2024. Por último, como se había establecido el 23 de junio de 2022 finalizaron las condiciones de financiación especiales de las TLTRO III puestas en marcha como consecuencia de la pandemia y mencionadas en este TFG anteriormente.

La siguiente subida de tipos que entraría en vigor a partir del 14 de septiembre de 2022, vino a suponer el mayor aumento de tipos que tendría lugar en una reunión en toda la historia del BCE, aumentando los tipos en 75 puntos básicos, situándolo en el 1,25%. En la misma reunión la presidenta añadió que seguiría aumentando los tipos de interés en función de los datos de inflación que se registraran, es decir, la única preocupación en materia de decisión sobre el detenimiento del alza en los tipos de interés es que comenzasen a registrarse descensos en la inflación, sin afectar el crecimiento económico, tasa de desempleo o la posibilidad de una recesión económica, respecto a la decisión de seguir aumentando los tipos de interés de referencia.

En la reunión posterior que tuvo lugar el 27 de octubre de 2022, decidieron aumentar los tipos de interés por tercera vez consecutiva en 75 puntos básicos. Además, Christine Lagarde añadió: “La inflación sigue siendo excesivamente elevada y se mantendrá por encima del objetivo durante un período prolongado”, aclarando también su intención de continuar con el aumento de los tipos hasta que la inflación se acerque a su objetivo en el medio plazo.

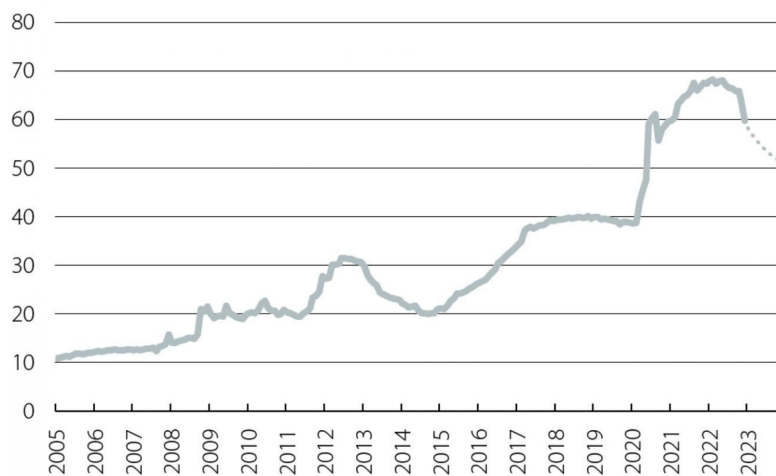
En esta misma sesión, la presidenta del Banco Central Europeo dejó clara sus intenciones de comenzar con el programa de *quantitative tightening*, es decir, comenzar con el proceso de drenaje de liquidez del sistema que explicaré más adelante.

Durante estas dos reuniones, su mensaje en lo que respecta a las compras del APP y el PEPP, fue que seguirán reinvertiendo el principal de las operaciones que vayan venciendo y en cuanto a las TLTRO III seguirán vigilando las condiciones de financiación.

En su última reunión del año 2022 Lagarde, anuncia la cuarta subida consecutiva de los tipos de interés a un ritmo menor a las dos anteriores, situando los tipos de interés de referencia en el 2,5%, tras una subida de 50 puntos básicos. En esta reunión añadió que durante 2023 continuarían las subidas de los tipos de interés e incluso a un ritmo más elevado, y asimismo precisó que éstas serían subidas de al menos 50 puntos básicos durante un periodo de tiempo.

Asimismo en esta misma reunión de diciembre de 2022 anunció cual sería el plan del BCE en su objetivo para reducir el balance que posee de más de 5 billones de euros en bonos. En lo que respecta a la compra de bonos a través de las APP puso fecha al final de la reinversión del principal tras su vencimiento, es decir, a partir de febrero de 2023 el BCE dejará vencer las operaciones a un ritmo de 15.000 millones de euros mensuales; esto se llevará a cabo hasta finales del segundo trimestre de 2023 (junio de 2023), por tanto, en cinco meses pretende reducir en 75.000 millones de euros su balance. Respecto a las PEPP continuará con la compra de bonos en su vencimiento.

9. Gráfico del tamaño del balance del BCE con relación al PIB, en porcentaje sobre el total de la eurozona.



Fuente: CaixaBank Research, 2023.

En lo que respecta a las reuniones llevadas a cabo durante 2023, tuvieron lugar los siguientes movimientos, tal como estableció Christine Lagarde en la última reunión del año 2022, y se han llevado a cabo dos subidas del tipo de interés de referencia de 50 puntos básicos, en febrero y marzo de 2023, situando la tasa del tipo de interés tras la última subida en el 3,5%.

Con referencia al plan de reducción de su balance, comenzaron a dejar vencer las operaciones realizadas a través del APP en febrero de 2023, tal como habían establecido en diciembre 2022, y en cuanto al PEPP, continuarán con la reinversión de las operaciones que cumplan su vencimiento hasta finales de 2024. Respecto a las operaciones de financiación, las entidades bancarias continúan con el reembolso de las operaciones de la TLTRO III.

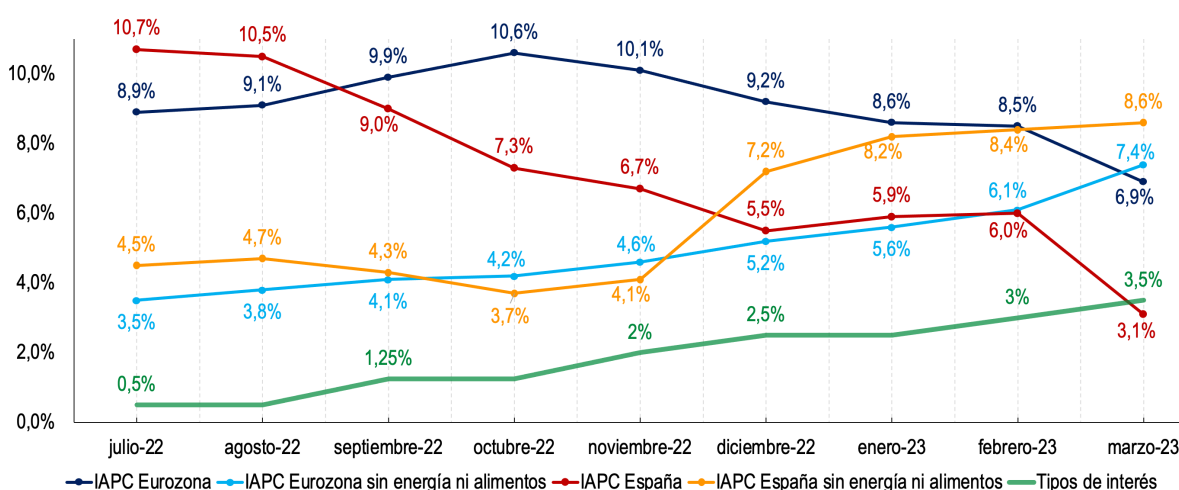
6. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA RESTRICTIVA DEL BCE

En este capítulo explicaré la reciente evolución de la inflación tanto en España como en la eurozona tras las subidas de tipos de interés y *quantitative tightening*, explicadas en el capítulo anterior, hasta marzo de 2023.

6.1. EVOLUCIÓN DEL IAPC TRAS EL AUMENTO DE LOS TIPOS Y EL *QUANTITATIVE TIGHTENING*.

En el gráfico siguiente se observa la evolución del IAPC, desde el inicio de la senda ascendente de tipos en julio de 2022, haciendo una comparación entre el IAPC general y el IAPC excluyendo los precios de la energía y los alimentos.

10. Gráfico de la evolución del IAPC general frente al IAPC excluyendo energía y alimentos (julio 2022 – marzo 2023)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

En el caso de la economía española, desde que el IAPC registró su máximo en julio de 2022, se puso fin a una tendencia ascendente que tuvo su inicio desde marzo de 2021, y a partir de ese momento el índice general ha ido registrando una senda descendente en el nivel de los precios.

Asimismo, España se ha situado como el “freno” de la inflación en lo que se refiere a los países miembros de la UEM, siendo el país que registró un mayor descenso del nivel de inflación en la zona euro. En diciembre de 2022, España registró un IAPC que difería con el registrado en el conjunto de la eurozona en 3,7 puntos porcentuales.

Este descenso de la inflación en la economía española durante el año 2022, se debe en gran parte por las ayudas vinculadas a reducir el impacto de la subida en el precio de la energía por parte del Gobierno español como fue, por ejemplo, la ayuda de 20 céntimos por litro que aportaba el Gobierno al rellenar el depósito, medida que estuvo vigente desde marzo de 2022 hasta finales de ese mismo año; ésta junto a muchas otras medidas han ayudado a disminuir el IAPC en 5,2 puntos porcentuales en cinco meses.

Por otro lado, el efecto en el aumento de los tipos de interés del BCE y demás políticas monetarias restrictivas, como el drenaje de liquidez del BCE, no se ha visto reflejado su efecto aún en los mercados. Un estudio realizado en el año 2013 por investigadores del Banco Central Checo sobre la transmisión de la política monetaria, establece que “el *lag* promedio en la transmisión de la política monetaria es de 29 meses” y asimismo indica que “los *lags* de transmisión son más largos en las economías desarrolladas (desde 25 hasta 50 meses) que en las economías en fase de transición (desde 10 hasta 20 meses)”. Basándonos en estas conclusiones, si nos situamos en julio de 2022 cuando el BCE llevo a cabo su primera subida de tipos tras varios años, sus efectos deberían verse reflejados todavía en los mercados a finales del año 2024, tras haber transcurrido 29 meses de la primera subida de tipos en la eurozona. (Havranek & Rusnak, 2013)

Además, en ese mismo estudio establecieron cual era la relación cuantificada entre un aumento de un 1% en los tipos de intereses y cómo afecta ese aumento en el nivel de los precios, indicando que “la disminución máxima en los precios alcanza el 0,9% en promedio después de un aumento de un 1% en los tipos de interés”, que se traduce en una disminución de 3,8 puntos porcentuales de la inflación tras haber aumentado los tipos hasta el 3,5%. (Havranek & Rusnak, 2013)

Tal como se recoge en el gráfico 10, a pesar de que la inflación general haya cedido como consecuencia de la disminución en los precios de la energía y alimentos, se puede observar como la inflación subyacente ha superado a la general, representada en el gráfico excluyendo el precio de los alimentos, energía y demás componentes del IAPC que resultan volátiles ante cambios en algunos factores como el clima, la oferta y la demanda, entre otros.

En el caso de España se puede observar como la inflación subyacente ha superado a la general en diciembre de 2022 y en el caso de Europa, tras el último mes de marzo ha sucedido lo mismo. Por el lado de la disminución de la inflación general en España, se debe en parte a la moderación en los precios de la energía, aunque el nivel de precios de los alimentos siguiera situándose en máximos a principios de 2023.

En lo que respecta al crecimiento de la inflación subyacente en España ha sido impulsada en parte debido al aumento de los márgenes empresariales, sobre los que las empresas han trasladado el aumento del precio de la electricidad provocando una pérdida de poder adquisitivo de los salarios.

Este aumento en términos de la inflación estructural contradice las afirmaciones de Christine Lagarde durante las reuniones de decisión de política monetaria del BCE en las que asumía la inflación como un problema temporal y transitorio.

En el desarrollo de las reuniones de primavera organizadas por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, que tuvieron lugar el pasado mes de abril de 2023, se trataron los retos ante los que se encontraban los diferentes bancos centrales en relación a la inflación, y tal como mencionaba en su discurso Gita Gopinath (primera subdirectora gerente del FMI) y respaldaba Mohamed El-Erian (presidente del Consejo de Asesores Económicos de Allianz), la inflación sigue siendo un problema, a pesar de que la inflación general haya disminuido debido al descenso en los precios de la energía en varios países.

Si observamos la inflación estructural (inflación subyacente), esta sigue siendo significativamente elevada y ha aumentado durante los últimos meses. “Esta inflación estructural resulta bastante *sticky*” - mencionaba Gopinath en su aportación -. (Gopinath, Tenreyro, Blanchard, El-Erian y Chang-yong, 2023)

Haciendo referencia al *quantitative tightening* que se va a aplicar por primera vez en la zona euro, aparte de tener el efecto directo que resulta de su implantación, es decir, la reducción de liquidez del sistema, también servirá como un cambio de dirección de lo que desde hace varios años había sido la política del BCE, el *quantitative easing*. Además, esto servirá para mejorar la eficacia de los futuros programas de *quantitative easing* cuando se requiera su aplicación.

Respecto a los efectos del QT, debido a la inexistencia de una referencia de cuáles han sido los efectos de aplicar este tipo de política en la zona euro, lo único que se puede considerar sobre los efectos que tendrán son estimaciones.

Asimismo, Schnabel miembro del Consejo de Gobierno del BCE, menciona que esperan cierta simetría en los efectos que podría tener el QT con los efectos del QE, aunque a la inversa y se espera que los efectos de liquidez serán mayores en periodos de QT que durante periodos de QE.

Este riesgo de incertidumbre ante los posibles efectos que podría tener un endurecimiento de la política monetaria, como consecuencia de altos niveles de inflación, lo advertía el economista Jean Pisani-Ferry en el año 2020, y en tal sentido declaraba que “la monetización actual puede afectar las expectativas de lo que sucederá en ese momento”. Tras el exceso de monetización llevado a cabo por los bancos centrales (el Banco Central Europeo en lo que se refiere a este Trabajo de Fin de Grado), es decir, la creación de dinero nuevo para llevar a cabo la compra diferentes activos financieros, supone ahora un riesgo sobre la incertidumbre a la hora de determinar cómo les afectará a los mercados el aumento en los tipos de interés y el *quantitative tightening*. (Pisani-Ferry y Blanchard, 2020)

Por último, cabe destacar que, en Europa a diferencia de otros países en los que los bancos centrales también están llevando a cabo programas de drenaje de liquidez, como puede ser la Reserva Federal en Estados Unidos, en caso de una situación de estrés de liquidez el BCE dispone de herramientas de las que puede hacer uso actualmente para inyectar liquidez en el sistema si fuese necesario, a diferencia de Estados Unidos en los que la Reserva Federal tendría que crear nuevos programas de política monetaria para impulsar la economía.

7. CONCLUSIONES

Uno de los principales objetivos por los que decidí abordar este tema en mi Trabajo de Fin de Grado fue analizar el exceso de monetización que había empleado el Banco Central Europeo durante los últimos años. Parece que cualquier problema de desconfianza o incertidumbre en los mercados ha sido solucionado por el BCE con una increíble facilidad para crear dinero nuevo. Como se puede observar en el gráfico 5, donde el balance del BCE ha registrado un aumento exponencial desde el año 2014, cuando comenzó a hacerse uso del QE (*quantitative easing*) como herramienta de política monetaria.

Por tanto, una de las principales cuestiones en las que deseaba centrar mi investigación era cuales podrían ser los principales efectos del cambio tan brusco que quería adoptar el BCE en su política monetaria. Esto supone pasar de tipos de interés cercanos al 0% y años de continua inyección de liquidez en el sistema, a lo que, por ejemplo, Gita Gopinath (primera subdirectora gerente del FMI) estima que será la situación en la eurozona durante los próximos años, es decir, tipos de interés entre el 3% y 4% sumado a la reducción de liquidez en la zona euro que ya ha comenzado el BCE.

Cabe establecer que, como consecuencia de la amplia monetización llevada a cabo por el BCE, también influye el hecho de que aún no se hayan visto sus efectos en los mercados financieros. De la misma manera que ha sucedido durante la última década ante situaciones más “dolorosas” en términos de aumento en las tasas de desempleo o decrecimiento económico en la zona euro, el mercado confía en que el BCE comience de nuevo su política expansiva con paquetes de ayuda financiera y disminución de sus tipos de interés.

Los problemas que se han observado derivados de la invasión de las tropas rusas a Ucrania y el problema que se ha visto intensificado por la dependencia del gas ruso en Europa, ha llevado a que países como Alemania se hayan visto obligados a retomar su actividad de generación de energía a raíz del carbón.

En conclusión, la guerra ha originado reflexiones en las autoridades de los estados miembros de la UEM y también a nivel global, originando que se prefiera un costo de los productos mayor pero que no se sea dependiente de otros países para generar energía, es decir, el auge de la globalización durante los últimos años con el objetivo de optimizar los costes de producción puede que haya llegado a una barrera temporal, en la que se prefiera la descentralización aunque esto conlleve un aumento en los costos de producción, lo que se traducirá en una reducción de los márgenes empresariales y por tanto, en un aumento de los precios finales. Por tanto, el factor deflacionista que aportaba la globalización va a desaparecer en cierta medida.

El paradigma que había estado vigente en relación con la economía europea durante la última década, por el cual ante cualquier problema la solución era implementar *quantitative easing* aumentando la masa monetaria y en un entorno de tipos cercanos al 0%, cambiará significativamente durante los próximos años.

Según lo analizado en esta investigación creo que no volverán a darse las mismas condiciones de política monetaria en la eurozona, al menos, durante los próximos años, y el reto^o particularmente en el mercado financiero y bancario será más bien cómo convivir con una política monetaria del BCE que sitúa los tipos de interés de referencia entre el 2% y el 4%, sumado a los grandes niveles de endeudamiento de las economías europeas.

En relación con el artículo ya referido del Banco Central Checo, el cual trataba acerca de los *lags* existentes entre el momento en que se implantaban las subidas de tipos y el tiempo en que lograban tener efectos estas medidas, cabe concluir que el Banco Central Europeo no ha respetado estos *lags* existentes en la transmisión de la política monetaria. Por ejemplo, en la reunión del 8 de septiembre de 2022 sobre las decisiones de la política monetaria del BCE, en la que tuvo lugar el mayor aumento del tipo principal del BCE en la historia del banco central y la comunicación de las decisiones sobre su evolución, Christine Lagarde declaraba:

“Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno espera incrementar los tipos de interés en las próximas reuniones para moderar la demanda y proteger frente al riesgo de un aumento persistente de las perspectivas de inflación. El Consejo de Gobierno reevaluará periódicamente la senda de su política a la luz de la nueva información y de la evolución de las perspectivas de inflación. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.” (Banco Central Europeo, 2022)

De la misma manera que pienso que la política monetaria - en términos de unos tipos de interés cercanos al 0% - debía haber cambiado incluso antes, y como consecuencia de la tardía reacción por parte del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo se han tenido que modificar bruscamente tales tipos de interés, considero que parece que no tengan en cuenta estos *lags* de transmisión a la hora de mencionar que tomarán las futuras decisiones en base de la evolución de los datos, ya que en mi opinión aún no se han visto tanto los efectos de la subida de tipos como los efectos de la reducción del balance del BCE a través del *quantitative tightening*.

Respecto a la evolución de la inflación en España, aunque como ya he mencionado la inflación general haya disminuido acercándose a niveles del 2%, el crecimiento de la inflación subyacente puede resultar un riesgo sobre una inflación más “pegajosa” – según la expresión de Gita Gopinath - y difícil de combatir. Por otro lado, resulta importante seguir manteniendo la inexistencia de presiones al alza en los salarios ya que de lo contrario podría suponer una espiral de crecimiento en los precios.

8. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DE INFORMACIÓN.

Altavilla, C., Barbiero, F., Boucincha, M. y Burlon, L. (2020, septiembre). *The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions*. BCE. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2465~c0502b9e88.en.pdf>

Banco Central Europeo. (2021, 30 de marzo). *¿Qué son las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO)?* <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/tltro.es.html>

Banco Central Europeo. (2022, 9 de junio). *Decisiones de política monetaria* [Nota de prensa]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220609~122666c272.es.html>

Banco Central Europeo. (2022, 8 de septiembre). *Decisiones de política monetaria* [Nota de prensa]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.es.html>

Banco Central Europeo. (2022, 27 de octubre). *Decisiones de política monetaria* [Nota de prensa]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp221027~df1d778b84.es.html>

Banco de España. (2016). *Informe anual 2015* [PDF]. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/7479/1/inf2015.pdf>

Banco de España. (2017, mayo). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*. https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Arc/Fic/InformeCrisis_Completo_web.pdf

Banco de España. (2022, 18 de mayo). *Informe anual 2021* [PDF]. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/21/Fich/InfAnual_2021.pdf

Banco de España. (2023, 31 de marzo). *La deuda de las Administraciones Públicas se situó en el 113,2% del PIB en el cuarto trimestre de 2022*. Nota de prensa estadística [PDF]. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/23/presbe2023-23.pdf>

Blanco, R., Mayordomo, S., Menéndez, A. y Mulino, M. (2021, agosto). *El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas*. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasiones/21/Fich/do2119.pdf>

Boscá, J.E., Doménech, R., Ferri, J., Pallardó, V. y Ulloa, C. (2022, octubre). *La economía española ante el reto de la inflación*. Fedea. <https://mail.google.com/mail/u/0/?tab=rm&ogbl-label/TFG?projector=1>

CaixaBank Research. (2023, 12 de enero). *La reducción del balance del BCE en 2023*. <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/mercados-financieros/reduccion-del-balance-del-bce-2023>

Castillo, S., Doménech, R. y Jiménez, M. (2021, diciembre). *La política monetaria en la Eurozona ante la COVID-19*. Revista Papeles de Economía Española. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/12/PEE-170_Castillo.pdf

Claeys, G. (2023, 13 de marzo). *Finding the right balance (sheet): quantitative tightening in the euro area*. Bruegel's. https://www.bruegel.org/external-publication/finding-right-balance-sheet-quantitative-tightening-euro-area-footnote6_fmdczii

Consejo de la Unión Europea. (2023, 28 de marzo). *Energy Price rise since 2021*. <https://www.consilium.europa.eu/es/infographics/energy-prices-2021/>

Delgado, M. (2023, 1 de febrero). *Evolución del ahorro en España desde la pandemia*. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/Fic/IIPP-2023-02-01-delgado.pdf>

Draghi, M. (2014, 21 de noviembre). *La política monetaria en la zona del euro* [Presentación de una conferencia]. Congreso europeo de banca, Fráncfort, Alemania. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141121.es.html>

Fondo Monetario Internacional. (2010, 9 de mayo). *El Directorio Ejecutivo del FMI aprueba un Acuerdo Stand-By por €30.000 millones a favor de Grecia* [Comunicado de prensa]. <https://www.imf.org/es/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr10187>

Forte Campos, V., García-Moral, B y Laporta-Corbera, M.^a. (2021, marzo). *La evolución de la deuda pública en España en 2020*. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/NotasEconomicas/21/T3/Fich/be2103-ne06.pdf>

Forte Campos, V., García-Moral, B y Laporta-Corbera, M.^a. (2022, abril). *La evolución de la deuda pública en España en 2021*. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/NotasEconomicas/22/T4/Fich/be2204-ne09.pdf>

Fuentecillas, J.L. (2021, 19 de septiembre). *Por qué sube el precio del gas y afecta a lo que pagas por la luz*. NIUS. https://www.niusdiario.es/economia/macroeconomia/nius-explica-precio-gas-afecta-recibo-luz-generacion-electricidad_18_3204870727.html

González, A. (2012, 2 de julio). *Paul Krugman pide una mayor intervención del BCE para solucionar la crisis europea: "Si España no tiene éxito en esta crisis, el euro tampoco lo tendrá"*. El País. https://elpais.com/economia/2012/07/02/actualidad/1341254272_531202.html

González, A. (2021, 19 de febrero). *La deuda global alcanza un nuevo récord por el impacto de la pandemia*. El País. https://elpais.com/economia/2021-02-18/la-deuda-global-alcanza-un-nuevo-record-por-el-impacto-de-la-pandemia.html?event_log=oklogin

González-Páramo, J. M. (2011, 21 de octubre). *La política monetaria del BCE durante la crisis* [Presentación de una conferencia]. Discurso de clausura de las X Jornadas de Política Económica, Málaga, España. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html

Gopinath, G., Tenreyro, S., Blanchard, O., El-Erian, M. y Chang-yong, R. (2023, 14 de abril). *Can Central banks Win the Inflation Battle? IMF Panel* [Video]. <https://www.youtube.com/watch?v=Q4p0YL1dB8c>

Havraneck, T. y Rusnak, M. (2013, diciembre). *Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta -Analysis*. Banco Nacional Checo. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb13q4a2.pdf>

Hernández de Cos, P. (2021, 26 de abril). *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo a la crisis del Covid-19*. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Articulos/Prensa/hdc260421.pdf>

Hernández de Cos, P. (2021, 27 de abril). *La economía española ante la crisis del Covid-19*. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc270421b.pdf>

Hernández de Cos, P. (2021, agosto). *La política monetaria en la coyuntura actual*. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc270521b.pdf>

Huerta, B. (2009). *Promotores de la crisis*. LID Editorial.

Instituto Nacional de Estadística. (s.f.). *Índice de precios de consumo (IPC)* [Tabla]. https://www.ine.es/prensa/ipc_tabla.htm

Instituto Nacional de Estadística. (s.f.). *Índices nacionales de subgrupos* [Base de datos]. <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=50903>

Krugman, P. (2012). *Acabad ya con esta crisis*. CRITICA.

Lagarde, C. (2021, 16 de diciembre). *Declaración de política monetaria* [Conferencia de prensa]. BCE. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is211216~9abaace28e.es.html>

Ministerio de Economía y Competitividad. (2014, 27 de febrero). *La economía española cierra 2013 con un crecimiento del 0,2%, una décima superior al trimestre previo* [Comunicado de prensa]. https://portal.mineco.gob.es/RecursosNoticia/mineco/prensa/ficheros/noticias/2014/140227_NP_rpCN4T13.pdf

Ministerio de Hacienda y Función Pública. (2021, 29 de marzo). *Las medidas sanitarias y sociales para combatir la COVID-19 sitúan el déficit de las Administraciones Públicas en el 10,09%* [Comunicado de prensa]. <https://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/hacienda/Paginas/2021/290321-ejecuci-n-2020.aspx>

OroyFinanzas. (2015, 11 de octubre). *¿Qué es el programa CBPP3 del BCE? Covered Bonds Purchase Programme*. <https://www.oroynfinanzas.com/2015/10/que-cbpp3-bce-covered-bonds-purchase-programme/>

Pérez, C. (2012, 26 de julio). *El presidente del BCE, Mario Draghi, alivia la tormenta financiera con una simple insinuación de que actuará a fondo para garantizar el futuro de la moneda única: "El BCE hará lo necesario para sostener el euro"*. *El País*. https://elpais.com/economia/2012/07/26/actualidad/1343298454_662169.html

Pérez, C. (2018, 9 de septiembre). *Recesión a lo grande: crónica de los 10 años de crisis que cambiaron el mundo*. *El País*. https://elpais.com/economia/2018/09/07/actualidad/1536333092_303809.html

Pisani-Ferry, J. y Wolff, G.B. (2012, abril). *Propping up Europe?* Bruegel. https://www.bruegel.org/sites/default/files/wp_attachments/pc_2012_02.pdf

Pisani-Ferry, J. y Blanchard, O. (2020, 14 de abril). *Monetisation: do not panic*. Bruegel. <https://www.bruegel.org/comment/monetisation-do-not-panic>

Ruiz Bravo de Marsilla, G. y Ruíz Catañer, C. (2020). *La política monetaria tras las grandes crisis actuales, de la revisión teórica a la sensibilidad social*. *Revista Hacienda Canaria*. https://www3.gobiernodecanarias.org/tributos/atc/estatico/info_tributaria/revista/Revista53/RevistaHC_53_08.pdf