

## 4.A.21 : LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA Y SU EVOLUCIÓN. ANÁLISIS PARA EL CASO ESPAÑOL DE LOS EFECTOS Y LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE. EL PAPEL DEL BANCO DE ESPAÑA EN EL EUROSISTEMA.

### INTRODUCCION

- **Enganche:**

- La evolución económica a lo largo de 2022 y del período transcurrido de 2023 ha venido marcada por 2 desarrollos contrapuestos.
  - Al comienzo del pasado año, el levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia condujo a una intensa recuperación de la actividad.
  - Con posterioridad, la invasión rusa de Ucrania aceleró el repunte de los precios de las materias primas que venía produciéndose desde 2021, lo que llevó a una intensificación de las *presiones inflacionistas* y, en respuesta a ello, a un *endurecimiento de las políticas monetarias*. Como resultado, se produjo una notable desaceleración del producto interior bruto (PIB) real en la segunda mitad del año.

Banco de España (2023). *Informe Anual 2022*.

[https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/22/Fich/InfAnual\\_2022.pdf](https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/22/Fich/InfAnual_2022.pdf)

- Este brote inflacionista ha provocado que la tasa de inflación (medida por el IPC) fuera del 8,4 % en 2022<sup>1</sup>, alcanzando un máximo desde la década de 1980 y, por lo tanto, nunca vistos desde la adopción del euro.
  - De este modo, el Banco Central Europeo, se enfrenta a una situación delicada y única desde su creación en 1998.
  - A la vista de las fluctuaciones que suceden en la economía, y la inestabilidad económica que las acompaña, los encargados de formular políticas económicas se enfrentan a la siguiente pregunta: *¿qué políticas económicas (si acaso hay alguna) pueden ser implementadas para reducir las fluctuaciones de la producción y la inflación en el futuro?*
  - En esta exposición, vamos a estudiar la **evolución de la política monetaria en España**.
- Antes de entrar en el análisis, comencemos con lo básico:
  - La **macroeconomía** es la disciplina que estudia el funcionamiento de la economía en su conjunto, valiéndose de la agregación de la conducta de los agentes.
  - Una de las cuestiones centrales en el análisis macroeconómico es el estudio de la **política monetaria**, que comprende toda actuación por la que la autoridad monetaria de un país controla la oferta de dinero y/o el tipo de interés (i.e. la cantidad y/o el precio de dinero) con el propósito de conseguir determinados objetivos, que pueden ir desde la estabilidad de precios hasta la estabilidad de tipos de cambio, pasando por la consecución de un determinado nivel de actividad económica.
  - El diseño de la política monetaria hace referencia a los objetivos perseguidos y el planteamiento adoptado (política monetaria reglada o discrecional) por la autoridad monetaria<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> <https://www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?t=50934#!tabs-grafico>

<sup>2</sup> Los bancos centrales son los responsables de la política monetaria en la práctica totalidad de las economías desarrolladas. Estas instituciones reciben mandatos normalmente referidos al mantenimiento de un objetivo de inflación.

- Por ejemplo, en el caso de la Eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) tiene un mandato de mantener la inflación cercana al 2 % a medio plazo.
- En otros casos, como el de la Reserva Federal de Estados Unidos, el objetivo de inflación viene acompañado por un objetivo adicional de pleno empleo, en lo que se conoce como un “mandato dual”.

- La instrumentación de la política monetaria hace referencia a acciones concretas llevadas a cabo para controlar la cantidad y/o el precio del dinero (p.ej. operaciones de mercado abierto)<sup>3</sup>.
- Los mecanismos de transmisión representan los diferentes canales a través de los cuales la política monetaria afecta a la economía en general.
  - Esta es una cuestión de particular relevancia en el contexto reciente, en el que se ha hablado de una ruptura del mecanismo de transmisión del tipo de interés (durante la crisis financiera de 2008), lo que ha llevado a recurrir a la denominada política monetaria no convencional.
- Finalmente, los efectos de la política monetaria sobre el nivel de actividad o sobre los precios ha representado uno de los principales debates entre diferentes autores y escuelas de pensamiento económico.

▪ **Relevancia:**

—

▪ **Contextualización:**

- En las últimas 7 décadas, en España encontramos **3 momentos decisivos** que *han permitido que España sea una economía moderna y plenamente integrada en los mercados internacionales*:
  - 1) El primero es el verano de 1959, con la aprobación del Plan de Estabilización.
  - 2) Un segundo momento decisivo se produjo en la década de 1970, con el establecimiento de la democracia, sin lo cual la adhesión a las CEE en 1986 no hubiera sido posible.
  - 3) Un tercer momento decisivo fue la entrada en la Unión Económica y Monetaria, por la cual un grupo de Estados pertenecientes a la Unión Europea, decidieron poner en común su soberanía monetaria mediante la adopción de una moneda común: el euro. Esto implica la delegación de la política monetaria al Eurosistema formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los Bancos Centrales nacionales de la Eurozona que se encargan a partir de entonces de gestionar la política monetaria de la eurozona con el objetivo de mantener la estabilidad de precios.
- Quizás el caso más destacable es el de la política monetaria que ha pasado a ser controlada íntegramente por el BCE perdiendo así las autoridades españolas prácticamente la totalidad del control sobre la misma.
  - En esta exposición nos centraremos en dicho momento decisivo y estudiaremos los avances de España en el plano monetario, centrándonos en la política monetaria más reciente.
- Desde un punto de vista histórico,
  - Aunque el proceso para disponer de una *política monetaria moderna y antiinflacionista* podría ser considerado un éxito, siguen existiendo retos y problemas en el contexto de la UEM y se requieren nuevas soluciones tanto de la perspectiva de la política económica española como desde la perspectiva de la política monetaria única.

<sup>3</sup> La conducción de la política monetaria en la actualidad se realiza, principalmente, mediante la determinación de los tipos de interés a corto plazo por parte del banco central. Para ello, los bancos centrales utilizan dos tipos de instrumentos:

- i. Por un lado, mediante las llamadas “*operaciones de mercado abierto*”, el banco central subasta liquidez a corto plazo a los bancos, garantizada por un colateral consistente habitualmente en bonos del Tesoro. Esto le permite manipular el tipo de interés estimando cuál será la demanda de dichas subastas y ajustando la oferta para conseguir el tipo de interés deseado.
- ii. Por otro lado, mediante las facilidades de depósito o de crédito de fondos de un día a otro (*overnight*), ofrecidas a los bancos a unos tipos de interés fijos, se consigue que el tipo de mercado se encuentre siempre dentro del corredor marcado por dichos tipos.
  - Ambos tipos de operaciones, conocidos en su conjunto como “*política monetaria convencional*”, permiten al banco central determinar el tipo de interés a corto plazo en el mercado interbancario.
  - Estos son, en el caso de la Eurozona, el ESTR, que es el tipo interbancario a un día, y el EURIBOR, típicamente negociado a 1, 3, 6 o 12 meses.

■ **Problemática:**

- El objetivo de esta exposición será analizar algo más en profundidad la política monetaria en España.

■ **Estructura:**

**1. EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA HASTA LA ENTRADA AL EURO**

1.1. Siglo XIX

1.2. Política monetaria pasiva (*finales de siglo XIX-1973*)

Hasta el Plan de Estabilización

El Plan de Estabilización

1960-1973: Política desarrollista

1.3. Política monetaria activa (1974-1999)

Introducción

Estrategia en 2 niveles (1974-1994)

Objetivo directo de inflación (1994-2000)

Crisis del SME

1.4. Entrada en la UEM: Tratado de Maastricht y etapa de transición (1993-1998)

**2. POLÍTICA MONETARIA TRAS LA ENTRADA AL EURO**

2.1. Marco jurídico

Delimitación de competencias

Fundamentos jurídicos básicos

Procedimiento de toma de decisiones – ¿Quién ejecuta la política monetaria?

2.2. Instrumentación de la política monetaria de la eurozona – ¿Cómo se ejecuta la política monetaria de la eurozona?

2.2.1. Análisis de la evolución de precios

2.2.2. Variable operativa

2.2.3. Instrumentos de la política monetaria

Instrumentos convencionales

Medidas excepcionales e instrumentos no convencionales

2.2.4. Canales de transmisión y efectos

2.3. Evolución de la política monetaria común. Canales de transmisión y efectos de la política monetaria del BCE en la economía española.

2.3.1. Hasta la crisis financiera global (1999-2007)

Contexto

Evolución

Canales de transmisión de la política monetaria en España

Efectos en España

2.3.2. Comienzo de la crisis financiera global (2008-2010)

Contexto

Evolución

Canales de transmisión de la política monetaria en España

Efectos en España

2.3.3. Crisis del euro (2010-2012)

Contexto

Evolución

Canales de transmisión de la política monetaria en España

Efectos en España

2.3.4. Despues de la crisis financiera global (2012-2020)

Introducción

Periodo 2009-2014

Periodo 2015-2018

Los instrumentos y política monetaria

Valoración

Diferencias en la transmisión de la política monetaria en España desde su pertenencia a la UEM

Efectos de la política monetaria hasta la crisis

2.3.5. A partir de la pandemia

Covid-19. "El año 2020, en síntesis" por CHRISTINE LAGARDE en Abril 2021

Ayudar a la economía a absorber la perturbación de la crisis Covid-19

Revisión 2021 de la estrategia de política monetaria del BCE

2.3.6. La política monetaria del BCE shock inflacionario

**3. EL PAPEL DEL BANCO DE ESPAÑA EN EL EUROSISTEMA**

3.1. Funciones propias y ajenas en materia de política monetaria

3.2. Ejecución descentralizada de la política monetaria

3.3. Supervisión bancaria

## 1. EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA HASTA LA ENTRADA AL EURO

### 1.1. Siglo XIX

#### ▪ En el siglo XIX:

- Coexistían en España **numerosas monedas distintas**, ninguna decimal, con gran presencia de *divisas extranjeras*. Esto generaba incertidumbre y dificultaba las transacciones.
  - La ley de 1848 implanta un *sistema bimetálico*, con el “real” como unidad básica, que fracasará, entre otras razones, por la caída del precio internacional del oro, que hace desaparecer a la plata como moneda y deja al oro como patrón monetario *de facto* (*Ley de Gresham*<sup>4</sup>, según la cual la moneda mala (plata) desplaza a la buena (oro), que es atesorada). En consecuencia, al calor de los intercambios comerciales, la moneda mala incrementaba su presencia para comprar mercancías e iba perdiendo valor<sup>5</sup>.
  - En 1868, el Decreto de Reforma Monetaria del ministro LAUREANO FIGUEROLA instaura la **peseta** como moneda nacional. Entre las monedas en circulación en España, ésta era la que tenía un valor más próximo al Franco francés, unidad básica de **Unión Monetaria Latina**, a la que FIGUEROLA quería adherirse.
    - Vemos así como la **voluntad de integración monetaria en España** viene de lejos, aunque, como veremos, esta habría de esperar aún 131 años.
- En 1874, el **Decreto ECHEGARAY** concede el *monopolio de emisión de billetes al Banco de España*. Como resultado de esta medida, el sistema fiduciario se irá consolidando progresivamente como eje principal del sistema monetario.

<sup>4</sup> La *ley de Gresham* es un principio económico que establece que, cuando hay dos monedas en circulación en una economía, la moneda de peor calidad tenderá a desplazar a la de mejor calidad. La ley de Gresham se basa en la idea de que la gente tiende a utilizar la moneda de peor calidad para pagar sus deudas y guardar la de mejor calidad (la de mayor valor en los mercados no monetarios) como reserva, lo que provoca un desequilibrio en la circulación de las dos monedas. Es decir, la moneda (metal) que tiene mayor valor (en los mercados no monetarios) que el reconocido por su paridad oficial, dejará de circular (“la moneda mala desplazará a la buena”).

Esta ley fue formulada por el economista británico THOMAS GRESHAM en el siglo XVI y sigue siendo un principio importante en la teoría económica. La ley de Gresham también se aplica en otras áreas, como la política y la psicología, donde se utiliza para explicar el fenómeno de cómo las ideas y los comportamientos de peor calidad a menudo desplazan a los de mejor calidad.

Nótese que la Ley de Gresham no es una comparación entre el valor de dos signos monetarios (p.ej. plata vs. oro, peso vs. dólar, etc.), sino una comparación entre la paridad oficial y la paridad de mercado. Por supuesto, muy frecuentemente la paridad oficial y la de mercado coinciden (entre otras cosas, porque la autoridad suele ajustar la paridad oficial para alinearla con la de mercado). Pero no siempre. Imaginemos una situación con patrón bimetálico en la que se fija una paridad oficial tal que una moneda de 15 gramos de plata equivale a una moneda de 1 gramo de oro. Pero si el valor de mercado (o intrínseco) de los metales no tiene la relación 15 a 1 sino, por ejemplo, de 13 a 1, entonces la “moneda buena” en el sentido de Gresham es la plata. Es “buena” en el sentido de que su valor real, en el mercado de los metales, es mayor que el valor artificial que le asigna la autoridad: con 13 gramos de plata te dan en el mercado 1 gramo de oro, pero el Estado te exige 15 gramos de plata para acuñar una moneda de 1 gramo de oro.

¿Qué te conviene hacer si consigues una moneda de plata (de 15 gramos)? Cambiarla en el mercado por algo más que 1 gramo de oro (15/13), y llevar ese gramo y pico de oro a la Casa de la Moneda para intercambiártalo por más de una moneda de plata (i.e. más de 15 gramos de plata). Este proceso de compra de oro y venta de plata en el mercado se repite hasta que la paridad del mercado se iguala a la oficial. Y como todos hacen lo mismo, la plata (que en este caso es la moneda buena), no circula, sino que es atesorada para cambiarla por oro, que es la moneda mala y la que circula. Nótese cómo el oro es la moneda mala a pesar de tener un mayor valor por gramo (pues la clave no es su valor en sí mismo, sino la diferencia entre la paridad oficial y la paridad sombra o intrínseca).

<sup>5</sup> Al principio de la vida económica moderna de finales del siglo XIX, nunca fue constante un “patrón oro” puro. Sin embargo, su ascenso a la preeminencia como “el” pilar de la buena teoría económica se debió al papel del oro como cobertura contra la inflación y contra el dinero débil (papel moneda fácilmente manipulado por los caprichos imprudentes del crédito). En este aspecto, los bancos centrales europeos del momento fueron excelentes guardianes.

Gran Bretaña lideró el movimiento de transición hacia el “patrón oro”. El país seguía un patrón oro oficial desde 1816, pero de hecho (el detalle es importante) en la práctica se seguía desde 1717. Curiosamente, fue después de que Sir ISAAC NEWTON, inspector de la Casa de la Moneda (*Warden of the Royal Mint*), no depreciara el oro lo suficiente cuando el país estaba en un patrón bimetálico, como la mayoría del mundo. Según la leyenda, NEWTON había establecido el precio oficial de la plata de la guinea de oro en 21 chelines y sin pretenderlo llevó fuera de Gran Bretaña a las recién acuñadas monedas de plata, un ejemplo de la ley de Gresham. Esto dejaba solo monedas desgastadas de plata circulando como medios de pago junto con monedas de oro sobrevaloradas. Aun así, este error en el juicio estableció en la práctica el patrón oro en el país, convertido posteriormente en ley tras las Guerras Napoleónicas. Esto influyó a su vez en otras naciones, especialmente Alemania y Japón, que pasaron a un patrón oro (una manera de tratar de emular el éxito británico). Gran Bretaña tenía por aquel entonces un patrón bimetálico, con el oro sobrevaluado, por lo que los agentes económicos se dedicaban a importar oro, acuñarlo en guineas, cambiarlas por moneda de plata, fundirlas, obtener lingotes de plata y exportarlos. Por tanto, la plata huía hacia el exterior mientras había una gran afluencia de oro. La ley de Gresham empezaba a operar.

- El **objetivo de la política monetaria** durante este período se caracteriza por estar supeditada a las necesidades de financiación del sector público. Es decir, la política monetaria era pasiva (período de dominancia fiscal), hecho que se mantendrá hasta 1973.
  - o Esto se ve claramente a finales del siglo XIX cuando se dan importantes déficits públicos como consecuencia del aumento del gasto militar por las guerras coloniales, recurriendo al Banco de España para su monetización.

## 1.2. Política monetaria pasiva (finales de siglo XIX-1973)

### Hasta el Plan de Estabilización

- La **Primera Ley de Ordenación Bancaria (1921)**:
  - o Regula el *funcionamiento del Banco de España* y lo convierte en un verdadero banco central (dejando de realizar operaciones comerciales en competencia con los bancos privados).
  - o Regula la *banca privada*, sometiéndola a la supervisión del Banco de España.
- La política monetaria se caracteriza por estar supeditada a las necesidades de financiación del sector público. Así el Banco de España, el cual tiene tras el Decreto Echegaray del siglo XIX el monopolio de la emisión de dinero, **monetiza indirectamente** los déficits del sector público vía **emisión de deuda pignorable**.
  - o En este período entra en funcionamiento un nuevo sistema de *monetización indirecta*, de *deuda pignorable*, que se mantuvo hasta los años 60, y que tenía las siguientes características:
    - Obligación de la banca de suscribir deuda pública por un porcentaje de sus pasivos.
    - Esta deuda pública es pignorable (es decir, se puede utilizar como garantía de crédito contra el Banco de España), de modo que la banca privada podía obtener créditos en el Banco de España para adquirir dichos títulos.
  - o **Podemos preguntarnos por qué escogió el Estado este método de colocación en vez de obtener directamente los créditos del Banco de España**; al fin y al cabo, con este método se producía un cierto derroche de recursos porque la rentabilidad que ofrecía la deuda pública solía ser superior al coste de los créditos de pignoración, de modo que *los bancos privados obtenían un margen de beneficios que perdía el Estado*. Las **razones** fueron:
    - La banca privada debía retener un mínimo de la deuda pública adquirida (20 %), de forma que *no toda la deuda revertía al Banco de España por la vía de pignoración*.
    - *La banca privada también colocaba parte de la deuda entre sus clientes*, de modo que así el Estado podía aprovechar el ahorro de los agentes privados.
  - o El sistema de deuda pignorable se convertirá en el **método habitual** de colocación de las emisiones del Estado **hasta 1958**.

### El Plan de Estabilización

- La política monetaria pasiva junto con la política económica de autarquía provoca desequilibrios tanto internos como externos en la economía española. El objetivo del plan es solucionar estos desequilibrios.
  - o *Desequilibrio interno*: Elevada inflación.
  - o *Desequilibrio externo*: Crisis de balanza de pagos, escasas reservas de divisas.
    - *Objetivo del plan*: Reducir dicha inflación y frenar el descontrol monetario introduciendo algunos elementos de disciplina.
- Política monetaria contractiva y controlada:
  - o Limitación de la emisión de deuda pignorable.
  - o Supresión del derecho a la pignoración automática de dicha deuda en el Banco de España.
  - o Límite cuantitativo al crecimiento del crédito bancario para el año 1959.
  - o Elevación de los tipos de interés aplicados por el Banco de España.

- Entrada de la peseta en el sistema monetario internacional, unificando el tipo de cambio y fijándolo tras devaluar en 60 Pts/\$<sup>6</sup>.
  - La apertura al exterior, junto con la obligación de mantener el tipo de cambio dentro de las bandas previstas de fluctuación, comenzó a ejercer una cierta limitación sobre la tendencia al exceso de creación monetaria.
- Este objetivo, no obstante, es abandonado *retornando a una posición de política monetaria pasiva*, dada la necesidad de lograr el crecimiento económico incluido en los Planes de Desarrollo de los años 60.

### 1960-1973: Política desarrollista

- Pese a que las reformas de 1959 parecían suponer una cierta modernización de la política monetaria, durante los años 60, en la práctica la política monetaria y el sector financiero subordinados al objetivo de *desarrollo económico*, mediante las siguientes **medidas**:
  - *Redescuento especial*: Reemplaza la deuda pignorable. Se trata de un sistema por el que determinados créditos (a la exportación, construcción naval y bienes de equipo, etc.) podían ser obtenidos del Banco de España a un bajo tipo de interés (al tipo de "redescuento especial").
  - *Coeficientes de inversión obligatoria*: A principios de los años 70 se reemplaza el redescuento especial por los "coeficientes de inversión obligatoria", que obligan a la banca a invertir un porcentaje de sus pasivos en determinados sectores, sin que esa deuda se pueda obtener a tipos subvencionados del Banco de España (como sí ocurría con los redescuentos especiales). De esta manera, mientras que con el redescuento especial era el Banco de España el que financiaba los créditos especiales, con el coeficiente de inversión pasó a financiarlos la banca, liberando a la política monetaria de esta responsabilidad.
  - *Coeficiente de caja*: A principios de los años 70 se establece también un coeficiente de caja para la banca no industrial y las cajas de ahorros, con distintos niveles según el tipo de entidad.
    - Problema: Un mismo aumento de la base monetaria podía provocar distintos efectos según el tipo de entidad de crédito, lo que generó problemas para determinar el multiplicador monetario y, por tanto, para diseñar la política monetaria.
  - *Nacionalización del Banco de España* (1962).

### **1.3. Política monetaria activa (1974-1999)**

#### Introducción

- En 1974 se produce el **primer punto de inflexión** de la política monetaria española: el **cambio** de una política pasiva supeditada a la política fiscal, a **una política monetaria activa y autónoma**, coincidiendo con un contexto macroeconómico donde la amenaza inflacionista se convierte en un problema de primer orden para la política económica.
- A su vez esta etapa se divide en 2 partes en función de la instrumentación de la política monetaria:
  - 1974-1994: Estrategia en 2 niveles.
  - 1994-2000: Instrumentación de forma directa marcándose como único objetivo el control de la inflación.

#### Estrategia en 2 niveles (1974-1994)

- Hasta 1994, y a pesar de que hubo modificaciones debido a varios acontecimientos como la crisis del petróleo o la crisis del SME, la política monetaria se instrumentó en base a una estrategia en 2 etapas de acuerdo a las teorías del monetarismo:
  - Con un *objetivo final* de inflación y renta;

<sup>6</sup> Los ajustes en las paridades entre 1 % y 10 % había que notificarlos al FMI y si eran superiores al 10 % se requería la autorización del FMI. Además se podía reajustar el sistema entero pero era necesario una votación de la mayoría.

- Un *objetivo intermedio* de agregados monetarios (inicialmente la tasa de crecimiento del agregado M3<sup>7</sup>, que sería remplazada por la del M4 en 1984<sup>8</sup>);
  - Utilizando como *variable operativa* los activos del sistema bancario;
  - Que eran controlados por medio de una serie de *instrumentos* de política monetaria<sup>9</sup>.
- Así, comenzó un período de política monetaria de carácter más activo:
- Por ejemplo, tras los Pactos de la Moncloa (1977) post crisis del petróleo la inflación pasó a tener un peso mayor en el objetivo final, implementándose así una política monetaria restrictiva.
  - La estrategia de control monetario en 2 niveles había resultado exitosa, consiguiendo que la inflación bajara desde casi el 25 % en 1977 hasta situarse por debajo del 6 % en 1987.
  - Con la Adhesión de España a la CEE en 1986, la política monetaria tuvo que hacer frente a un nuevo problema: los mayores tipos de interés de España, unidos a la mayor libertad de movimientos de capitales, se tradujeron en una entrada de capitales que daba lugar a fuertes tensiones apreciadoras. Al intentar mantener la competitividad precio vía compras de divisas, el Banco de España aumentaba la liquidez existente en el sistema agravando los problemas de inflación. La esterilización de estas operaciones con retiradas netas de liquidez al sector bancario fue sólo parcialmente eficaz. Por tanto, España se enfrentó a un claro problema de Trinidad Imposible de MUNDELL.
  - Esta política monetaria contractiva se mantuvo hasta 1994 lo que produjo durante la incorporación de la peseta al SME que ésta estuviese apreciada con respecto al valor del mercado. Esta sobrevaloración junto con la reunificación alemana provocaron diversos ataques especulativos contra el sistema que llevaron a abandonos y devaluaciones. La peseta se devaluó 3 veces.

### Objetivo directo de inflación (1994–2000)

- Desde 1994 y con la vista puesta en la entrada en la UEM, se producen **cambios en la política monetaria** llevada a cabo por el Banco de España:
- En relación al *diseño* se adopta una *estrategia de inflation targeting* en la que:
    - Con la *entrada en el Sistema Monetario Europeo (SME)* en 1989, con bandas de fluctuación del ±6 %<sup>10</sup>, de forma que el *objetivo último* de la política monetaria pasa a ser el *mantenimiento de dicha paridad*<sup>11</sup>.
    - El *tipo de interés* pasa a ser la *variable operativa*.

<sup>7</sup> El agregado monetario M3 engloba: (M1) el efectivo en circulación más los depósitos a la vista; (M2) más los depósitos a plazo fijo de hasta 2 años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta 3 meses; (M3) más las cesiones temporales de dinero, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores que no sean acciones y tengan una vida no superior a los 2 años. Se estima que la demanda de M3 es estable y además se puede manejar relativamente bien.

Además, a partir de 1978, el Banco de España comenzó a publicar su objetivo intermedio, en forma de una banda de tasa de crecimiento para el M3. Se pensaba ya en influir en la formación de expectativas de los agentes sobre la inflación.

<sup>8</sup> A partir de 1984 se sustituye el objetivo intermedio por el crecimiento del M4, esto es, el M3 más la deuda pública a corto plazo y los instrumentos emitidos por el sistema bancario. La razón de este cambio radica en que factores como el desarrollo del sector financiero habían llevado a una menor estabilidad de la demanda de M3. En concreto, era difícil dilucidar si las variaciones de M3 respondían a un aumento de la capacidad de gasto nominal o si tenían que ver con cambios en la composición de las carteras. Se estimaba que al ensanchar el agregado se reducían las variaciones ligadas a cambios en la composición de las carteras.

<sup>9</sup> Los instrumentos con los que contaba el Banco de España para influir en el volumen de activos del sistema bancario eran:

- Préstamos diarios del Banco de España al sistema bancario, que permitían controlar la liquidez.
- El coeficiente de caja, que limitaba la inversión obligatoria.
- Además, entre 1982 y 1987 se amplió la gama de instrumentos de deuda pública con el objetivo de facilitar la financiación ortodoxa del déficit público y reducir la presión sobre la base monetaria [ver tema 4.B.28].

<sup>10</sup> El SME llevaba en funcionamiento desde 1979. La mayoría de países participantes contaban con bandas de fluctuación del ±2,25 %.

<sup>11</sup> Pese a que el SME aumentó la credibilidad y disciplina de la política monetaria española, en la época en la que entra la peseta se va gestando la crisis del SME. Además, el diferencial de inflación positivo con respecto a Alemania se tradujo en una apreciación del tipo de cambio real (debido a la imposibilidad de ajustar el tipo de cambio nominal) que dio lugar a un abultado déficit por cuenta corriente.

- Esta estrategia está basada en pilares de referencia intermedios económicos y financieros, la independencia del BdE, mediante la Ley de Autonomía del BdE, y la credibilidad mediante la comunicación y transparencia.
- En relación a la instrumentación, destaca el desarrollo de las operaciones de mercado abierto, que son operaciones de préstamo con garantía de valores (deuda pública).

### Crisis del SME

- En junio de 1989 la peseta entra a formar parte del SME, adoptando un sistema cambiario de bandas de fluctuación ( $\pm 6\%$ ) respecto del ECU. La entrada de la peseta en el SME perseguía mostrar el compromiso de España respecto de proceso europeo de integración y, por otro lado, importar credibilidad antiinflacionista, en aras de mayor estabilidad macroeconómica y de aumentar la competitividad-precio de las exportaciones españolas.
- Al iniciarse los ataques especulativos en sept de 1992, la peseta pasa a ser una de las monedas objetivo, debido a que el tipo de cambio con el que la peseta pasó a formar parte del SME se encontraba significativamente apreciado (132,6 pesetas el ECU). Este hecho puede explicarse como consecuencia de 2 aspectos:
  - Fuerte entrada de la IED a la economía española dese la Adhesión, que produjo una apreciación progresiva de la peseta respecto del ECU.
  - Política fiscal expansiva.
- A ello habría que sumarle la liberalización de la movilidad de capitales que se concluyó en el verano de 1992. Por lo tanto, la economía española se vio inmersa en un contexto de Trilema Imposible: los ataques especulativos sobre la peseta, junto a la fase de desaceleración desde 1991, pusieron de manifiesta la posible incompatibilidad entre el equilibrio interno de la economía española, en términos de inflación y desempleo, y el equilibrio exterior, en términos de paridad con el ECU.
- El gobierno español se vio abocado a devaluar la peseta hasta en 3 ocasiones ante las presiones en los mercados de divisas.
- Estas devaluaciones condujeron a una depreciación nominal y real de la peseta para iniciar, una vez superada la crisis del SME, a partir de la segunda mitad de los 90, la senda de convergencia nominal fijada en Maastricht, que culminaría primero con la fijación irrevocable de los tipos de cambio y finalmente con la desaparición de las monedas nacionales en las primeras semanas del año 2002.

### **1.4. Entrada en la UEM: Tratado de Maastricht y etapa de transición (1993-1998)**

- En 1993 entra en vigor el Tratado de Maastricht, que institucionaliza el proceso de creación de la UEM e incluye criterios de convergencia nominal de cara a cumplir el objetivo "one size fits all".
- Hasta 1998 en cumplimiento de lo previsto en el Tratado:
  - Ley de Autonomía del Banco de España (1994): Garantiza su independencia. Además le prohíbe la financiación directa del Tesoro y le asigna el objetivo de controlar la inflación
  - Estrategia de seguimiento directo de la inflación (1995): En 1995 el Banco de España adopta una nueva estrategia de política monetaria basada en el siguiente directo de la inflación: el Banco de España expresa su objetivo de situar a lo largo de los 3 siguientes años la tasa de crecimiento del IPC por debajo del 3 %.
  - Examen de los criterios de convergencia (1998): Cuando en 1998 se lleva a cabo el examen de los *criterios de convergencia*, España cumplía todos salvo el de deuda pública (era del 69 % frente al 60 % exigido). No obstante, la favorable evolución de dicho indicador permitió a España formar parte del primer grupo de 11 países que integraría la 3<sup>a</sup> fase de la UEM a partir de 1999. El 1 de enero de ese año se produce la transferencia de las competencias de

política monetaria al Eurosistema y se produce la entrada en circulación del euro. No obstante, la circulación física no se iniciaría hasta 2002.

- Una de las principales implicaciones de la implementación del euro fue que la adopción de la política monetaria común.

## 2. POLÍTICA MONETARIA TRAS LA ENTRADA AL EURO

### 2.1. Marco jurídico

#### Delimitación de competencias

- La delimitación de competencias se lleva a cabo en el TFUE, que en relación a la política monetaria realiza las siguientes menciones:
  - Según el artículo 3 del TFUE, la política monetaria de los Estados miembros cuya moneda es el euro es una competencia exclusiva de la UE.
  - El artículo 2 del TFUE establece que cuando los Tratados atribuyan a la Unión una competencia exclusiva en un ámbito determinado, sólo la Unión podrá legislar y adoptar actos jurídicamente vinculantes, mientras que los Estados miembros, en cuanto tales, únicamente podrán hacerlo si son facultados por la Unión o para aplicar actos de la Unión.

#### Fundamentos jurídicos básicos

- El artículo 127 del TFUE establece que el objetivo principal del SEBC es mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión<sup>12</sup>.
  - 1) Estabilidad de precios: Contribuye a un entorno predecible y estable. Se considera que es el mejor medio para contribuir al crecimiento económico. Existen efectos negativos de una inflación elevada y de un entorno deflacionista.
  - 2) Objetivo principal: En este artículo se explicita que la estabilidad de precios es el objetivo prioritario, y con ello se busca solventar el problema de inconsistencia dinámica (puesto de manifiesto por BARRO y GORDON (1983)) que refleja la imposibilidad de que la política monetaria se ocupe de varios objetivos [ver tema 3.A.35].
  - 3) Objetivos secundarios (subordinados a mantener la estabilidad de precios): El SEBC prestará apoyo a las políticas económicas de la Unión para contribuir a la consecución de los objetivos de ésta.
    - Un ejemplo sería la *estabilidad financiera*.
      - La estabilidad de precios y la estabilidad financiera no necesariamente se refuerzan entre sí.
        - En efecto, la crisis financiera de 2008 ha demostrado que la estabilidad de precios no es suficiente para garantizar la estabilidad financiera.

<sup>12</sup> Los objetivos de la UE quedan establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea (TUE):

1. La Unión tiene como finalidad promover la paz, sus valores y el bienestar de sus pueblos.
2. La Unión ofrecerá a sus ciudadanos un espacio de libertad, seguridad y justicia sin fronteras interiores, en el que esté garantizada la libre circulación de personas conjuntamente con medidas adecuadas en materia de control de las fronteras exteriores, asilo, inmigración y de prevención y lucha contra la delincuencia.
3. La Unión establecerá un mercado interior. Obrará en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, en una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social, y en un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Asimismo, promoverá el progreso científico y técnico. La Unión combatirá la exclusión social y la discriminación y fomentará la justicia y la protección sociales, la igualdad entre mujeres y hombres, la solidaridad entre las generaciones y la protección de los derechos del niño. La Unión fomentará la cohesión económica, social y territorial y la solidaridad entre los Estados miembros. La Unión respetará la riqueza de su diversidad cultural y lingüística y velará por la conservación y el desarrollo del patrimonio cultural europeo.
4. La Unión establecerá una unión económica y monetaria cuya moneda es el euro.
5. En sus relaciones con el resto del mundo, la Unión afirmará y promoverá sus valores e intereses y contribuirá a la protección de sus ciudadanos. Contribuirá a la paz, la seguridad, el desarrollo sostenible del planeta, la solidaridad y el respeto mutuo entre los pueblos, el comercio libre y justo, la erradicación de la pobreza y la protección de los derechos humanos, especialmente los derechos del niño, así como al estricto respeto y al desarrollo del Derecho internacional, en particular el respeto de los principios de la Carta de las Naciones Unidas.
6. La Unión perseguirá sus objetivos por los medios apropiados, de acuerdo con las competencias que se le atribuyen en los Tratados.

- Así, durante el período anterior al inicio de la crisis, se acumularon en la Eurozona desequilibrios en forma de burbujas a pesar de que la inflación se mantenía estable en niveles bajos. Además, se argumentaba que en el contexto de 2020, con condiciones monetarias aún laxas se podían volver a generar burbujas en los precios de algunos activos financieros.
- Sin embargo, el TFUE no menciona la estabilidad en los precios de los activos como parte del mandato del BCE. Ello no implica que la búsqueda de la estabilidad financiera se haya dejado de lado, sino que se ha considerado más adecuado utilizar instrumentos de política macroprudencial.
- Por último, el BCE incorpora desde 2021 *criterios de sostenibilidad* en sus decisiones de política monetaria, aunque la aplicación de un sesgo ESG en su programa de compras de deuda corporativa quedará para 2024<sup>13</sup>.
- ¿Cómo se define la **estabilidad de precios**? El TFUE realmente no ofrece una definición clara. Sin embargo, en 2021, el Consejo de Gobierno del BCE explicitó que la estrategia monetaria del BCE persigue un **objetivo de inflación simétrico** (*inflation-targetting*) con **tasas de inflación del 2 % mantenidas en el medio plazo** **medidas por el Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) de la zona euro en su conjunto**.
  - **Objetivo de inflación simétrico** (*inflation-targetting*): Es tan negativo superar el nivel de inflación óptima por encima como mantenerse por debajo (en otras palabras, el BCE considera tan malo una inflación galopante como una deflación)<sup>14,15</sup>.
  - **Tasas de inflación del 2 %**: Se fija el nivel de inflación ideal en un 2 %.
  - **Mantenidas en el medio plazo**: Refleja el hecho de que la política monetaria no puede contrarrestar todas las perturbaciones en horizontes temporales cortos<sup>16</sup>. Esto podría implicar un período transitorio en el que la inflación se sitúa ligeramente por encima del objetivo, es decir, no endurecerá de forma automática su política monetaria si el IAPC supera el 2 %.
  - **Medidas por el Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC)<sup>17</sup> de la zona euro en su conjunto**: Esto implica que puede ser compatible con la existencia de diferenciales de inflación entre los Estados miembros de la zona del euro.
  - Además, **recomienda la inclusión de la vivienda en régimen de propiedad en la construcción de los indicadores de IPC como forma de reflejar el impacto de la evolución de los precios del mercado inmobiliario y su efecto en el bolsillo de los ciudadanos**. Mientras tanto, el BCE asegura que tendrá en cuenta en sus decisiones “medidas de inflación que incorporen estimaciones iniciales del coste de la vivienda en régimen de propiedad”.

<sup>13</sup> Afectará a compra de activos y colaterales a cambio de liquidez. La primera reunión en la que se ha aplicado esta nueva estrategia fue en julio de 2022, una vez concluido el programa extraordinario de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP).

<sup>14</sup> El BCE tiene en cuenta la posibilidad de que la inflación medida por el IAPC sobreestime ligeramente la inflación verdadera como consecuencia de posibles sesgos (p.ej. el sesgo sustitución [ver tema 3.A.8]).

<sup>15</sup> Hasta la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE de 2021, se consideraba mantener tasas de inflación por debajo pero cerca del 2 %, estableciendo una frontera superior clara.

<sup>16</sup> Los cambios registrados en la política monetaria solo repercuten en los precios con un desfase temporal variable, y la magnitud de su efecto final es incierta. Por tanto, la política monetaria no puede contrarrestar todas las perturbaciones imprevistas que afecten al nivel de precios y, en consecuencia, es inevitable que la inflación registre cierta volatilidad a corto plazo.

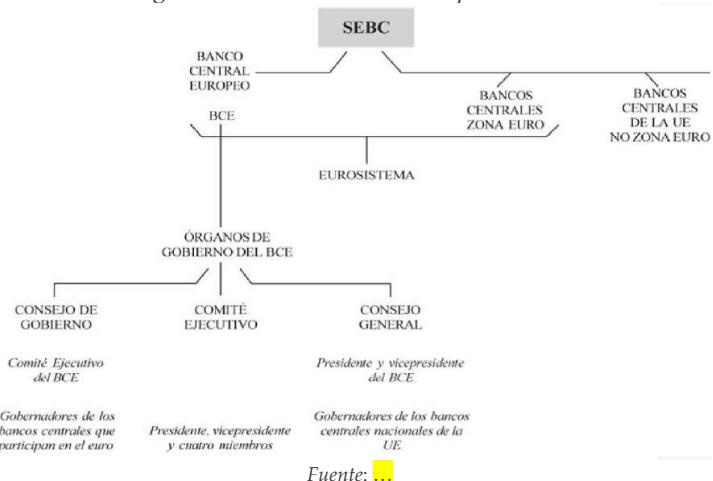
<sup>17</sup> El Índice Armonizado de Precios al Consumo se mide por una cesta representativa de bienes de consumo. Tiene en cuenta todos los productos, incluidos los más volátiles como la energía y los alimentos no elaborados (para calcular la inflación subyacente sería necesario excluirlos).

Por tanto, medir la inflación a través del IAPC implica medirla en términos de la inflación general. Otros índices de inflación subyacente pueden proporcionar información complementaria acerca de los factores más permanentes que inciden en la evolución de los precios, excluyendo de la cesta determinantes componentes volátiles. Sin embargo, a pesar de que el BCE realice un seguimiento de estos indicadores, no considera que la inflación subyacente sea una referencia adecuada para medir la estabilidad de precios de la zona del euro.

- Según el *artículo 123 del TFUE*, el BCE y los bancos centrales nacionales tienen prohibido conceder préstamos a organismos de la UE o a entidades nacionales del sector público, así como la adquisición directa de instrumentos de deuda.
  - Se pone una barrera entre la autoridad monetaria y la autoridad presupuestaria para conseguir una mayor credibilidad de que la autoridad monetaria no va a servir a los intereses de ningún gobierno nacional (p.ej. a través de la monetización de déficits). Por extensión se consigue una ganancia de credibilidad en lo referido al mantenimiento de la estabilidad de precios.

### Procedimiento de toma de decisiones – ¿Quién ejecuta la política monetaria?

IMAGEN 1.– Organización del Sistema Europeo de Bancos Centrales



Fuente: ...

### Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y Eurosistema

#### Composición

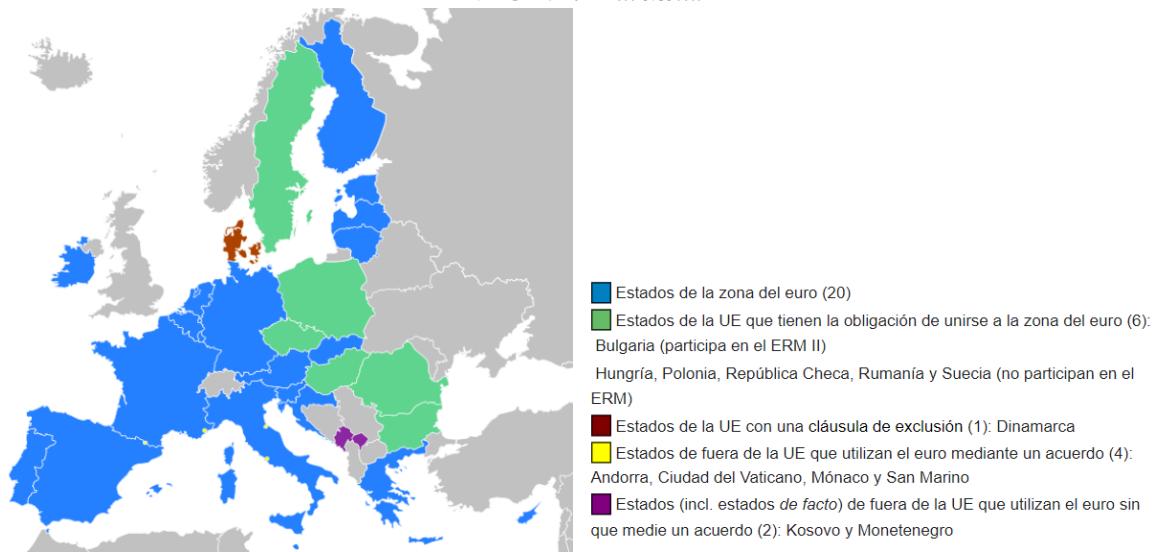
- El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está constituido por:
  - El Banco Central Europeo (BCE),
  - Los bancos centrales nacionales de Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro; y
  - Los bancos centrales nacionales de Estados miembros de la UE cuya moneda no es el euro.
- Excluyendo a los bancos centrales nacionales de Estados miembros de la UE cuya moneda no es el euro, tendríamos el **Eurosistema**, formado por el BCE y los 20 bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la Eurozona<sup>18</sup>.
  - Los miembros del Eurosistema están encargados de dirigir la política monetaria del euro.
- Así, mientras haya miembros que conserven sus divisas nacionales, se mantendrá la distinción entre el Eurosistema y el SEBC<sup>19</sup>. Los bancos centrales nacionales de dichos Estados miembros no pertenecerán al Eurosistema pero si al SEBC, dentro del cual tendrán un estatuto especial<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> El término “Eurozona” se refiere al área que comprende los Estados miembros de la UE que han adoptado el euro.

<sup>19</sup> La distinción queda establecida en los Artículos 127 y 282 del TFUE. Cabe señalar que el artículo 127 se refiere a los objetivos y a las funciones del SEBC y no a las del Eurosistema, ya que su redacción se basó en que, en última instancia todos los Estados miembros de la UE adoptarían el euro. En cualquier caso, al hablar de objetivos y funciones, nos referimos indistintamente a SEBC y Eurosistema.

<sup>20</sup> Como veremos, los BCN de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la Eurozona cuentan con la posibilidad de llevar a cabo una política monetaria autónoma y no participan en la toma de decisiones ni en la ejecución de la política monetaria de la Eurozona.

IMAGEN 2.- Eurozona



### Funciones

- El Eurosistema tiene 4 funciones básicas:

1. Define y ejecuta la política monetaria de la zona euro.
2. Realiza operaciones de divisas (sin perjuicio de la posesión y gestión de fondos de maniobra en divisas por parte de los Gobiernos de los Estados miembros)<sup>21</sup>.
3. Posee y gestiona las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros de la UE.
4. Promueve el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

### Principios de actuación

- El SEBC actuará con arreglo a los principios:

- *De economía de mercado abierta y de libre competencia.*
- *De independencia en el ejercicio de sus facultades y en el desempeño de sus funciones y obligaciones.*

### Dirección

- El SEBC está regido por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo.
  - Corresponde, por tanto, analizar el BCE para estudiar con mayor detalle la composición y funciones de estos órganos rectores. Además, ello nos permitirá profundizar en cómo se articula el principio de independencia del SEBC.

### Banco Central Europeo (BCE)

<https://www.ecb.europa.eu/explainers/html/index.es.html>

- El Banco Central Europeo se encuentra en el centro del entramado institucional. Se trata de un organismo supranacional con personalidad jurídica propia y rango de institución de la UE (desde la entrada en vigor del Tratado de Lisboa), encargada de la política monetaria única.
  - El BCE se creó el 1 de junio de 1998 en Frankfurt y asume desde entonces las funciones del antiguo Instituto Monetario Europeo (IME). Desde el 1 de enero de 1999 se hace cargo de la instrumentación de la política monetaria de la zona euro.

<sup>21</sup> Los bancos centrales nacionales del Eurosistema han transferido al BCE activos exteriores de reserva por un total aproximado de 40 miles de millones de euros, constituidos en un 85 % por divisas y en un 15 % por reservas en oro. A cambio, los bancos centrales nacionales han recibido activos remunerados denominados en euros a pagar por el BCE. Los bancos centrales nacionales del Eurosistema participan en la gestión de reservas exteriores del BCE: actúan como agentes del BCE siguiendo unas directrices fundamentales de gestión establecidas por éste. Los demás activos exteriores de reserva del Eurosistema son propiedad de los bancos centrales nacionales, que se ocupan de su gestión. El Eurosistema regula las transacciones realizadas con estos activos de reserva, en concreto, aquéllas cuyo importe supere un cierto límite necesitan la aprobación previa del BCE.

### Funciones

- La **función principal** del BCE consiste en garantizar el cumplimiento de las funciones encomendadas al SEBC ya vistas.
- Sin embargo, el BCE cuenta asimismo con **otras funciones**:
  - Tiene encomendada la *elaboración de dictámenes consultivos*.
    - Dichos dictámenes serán obligatorios para cualquier propuesta o proyecto de disposición legal que entren dentro del ámbito de competencias del BCE (p.ej. en materia de acuerdos cambiarios con terceros países, responsabilidad del ECOFIN, o en la fijación de posiciones comunes con especial interés para la Unión Económica y Monetaria en instituciones financieras internacionales como el FMI).
    - Por otro lado, el BCE podrá presentar de forma voluntaria dictámenes acerca de materias del ámbito de su competencia aunque no sea requerido por las instituciones de la UE o por los gobiernos de los Estados miembros.
  - Tiene la *competencia exclusiva en la emisión de billetes en la zona euro*<sup>22</sup>, si bien puede autorizar dicha emisión a los bancos centrales nacionales.
  - La *elaboración de estadísticas*: En colaboración con los bancos centrales nacionales, el BCE recopila la información estadística necesaria para que el Eurosistema desempeñe sus funciones de las autoridades nacionales o directamente de los agentes económicos.
  - La *cooperación europea e internacional*: El BCE mantiene relaciones de trabajo con importantes instituciones, organismos y foros, tanto de la UE como en el ámbito internacional, en relación con las funciones encomendadas al Eurosistema.
  - En lo que respecta a la *política cambiaria*, aunque los tratados prevén que el ECOFIN<sup>23</sup> y el BCE comparten la responsabilidad de las decisiones, las disposiciones que figuran en ellos<sup>24</sup> garantizan que dicha política sea totalmente coherente con el principal objetivo de la política monetaria única, la estabilidad de precios.
  - Por último, cabe señalar cómo el BCE ha recibido recientemente nuevas atribuciones en lo relativo a las funciones de *supervisión prudencial*.
    - En efecto, en 2011 entró en funcionamiento la nueva arquitectura de supervisión financiera de la UE, que incluye 3 nuevas Autoridades Europeas de Supervisión<sup>25</sup> con el fin de mejorar la supervisión microprudencial, y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE. Pues bien, el BCE tiene encomendada la función de Secretaría de la JERS, encargándose también de prestarle apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico. Además, los miembros del Consejo General del BCE son miembros con derecho de voto de la Junta General de la JERS y el presidente del BCE presidió la JERS durante sus primeros 5 años de existencia.
    - Además, más adelante, los jefes de Estado o de Gobierno de la UE decidieron promover la creación de un supervisor bancario único. Así, en noviembre de 2014 entró en funcionamiento el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), dentro del que el BCE tiene asignada la función, entre otras, de supervisión directa de las entidades clasificadas como significativas. El MUS es uno de los pilares de la Unión Bancaria y lo estudiaremos con mayor detalle en el apartado correspondiente de la presente exposición.

<sup>22</sup> No así de moneda metálica, para la que la decisión sobre la emisión es competencia de los Estados miembros (aunque será necesaria la aprobación del BCE en cuanto al volumen de dicha emisión).

<sup>23</sup> El ECOFIN es el Consejo de la Unión Europea en su formación de Asuntos Económicos y Financieros (esto es, la reunión de los ministros de finanzas de la UE 27).

<sup>24</sup> El artículo 119 del TFUE establece explícitamente que le objetivo principal tanto de la política monetaria única como de la política cambiaria es mantener la estabilidad de precios.

<sup>25</sup> La European Banking Authority (EBA) en el sector bancario, la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) en el sector bancario y la European Securities and Markets Authority (ESMA) en el sector del mercado de valores

### Principios rectores de la actividad del BCE

- El BCE se rige en su actuación por los siguientes **principios**:

- Independencia: La evidencia empírica apunta a que la independencia del banco central favorece el mantenimiento de la estabilidad de precios, objetivo primordial del SEBC. En el caso del BCE, esta independencia se garantiza desde una doble dimensión:
  - *Personal*: Los miembros del Comité Ejecutivo cuentan con un mandato de 8 años y la separación del cargo únicamente puede darse por incapacidad o falta grave, sobre la que únicamente puede pronunciarse el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE).
  - *Funcional*: El BCE puede decidir de manera autónoma sobre la utilización de política monetaria a su disposición, pero tiene prohibido (junto con los bancos centrales nacionales) conceder préstamos a organismos de la UE o a entidades nacionales del sector público y tiene su propio presupuesto, no integrado en el presupuesto de la UE.
- Transparencia: En una sociedad democrática, la independencia de un banco central debe quedar con la rendición de cuentas de su gestión y decisiones ante la opinión pública y sus representantes electos<sup>26</sup>.
  - Además, la transparencia puede aumentar la eficacia de la política monetaria ya que fomenta su credibilidad, impone autodisciplina a los responsables de su conducción y orienta a los mercados.
    - En este sentido, la *estrategia de comunicación de la política monetaria* juega un papel fundamental. Cabe señalar cómo se produjo un cambio sustancial en la estrategia de comunicación del BCE en 2013<sup>27</sup>, al incorporar explícitamente indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (práctica conocida como “forward guidance”<sup>28</sup>), rompiendo así con el principio mantenido hasta esa fecha de “no pre-commitment”. La introducción de esta práctica se produjo como reacción al contexto de inflación muy por debajo del objetivo del 2 % en la Eurozona acompañado de una caída significativa en varias medidas de las expectativas de inflación a largo plazo<sup>29</sup>.

### Órganos rectores

- La política monetaria del BCE se basa en un sistema de toma de colectiva de decisiones. Los 2 órganos rectores de BCE a los que les corresponde la responsabilidad de la política monetaria única son el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. El Consejo General es el tercer órgano rector y su

<sup>26</sup> Así, el BCE está obligado a publicar informes trimestrales sobre las actividades del Eurosistema, un informe anual sobre sus actividades y la política monetaria del año anterior y del año en curso y, por último, un estado financiero consolidado semanal. Además, el presidente del BCE y otros miembros del Comité Ejecutivo comparecen frecuentemente ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo. En la práctica, el BCE ha decidido llevar a cabo una política de información más amplia de la que imponen los requisitos señalados.

<sup>27</sup> Tras su reunión del 4 de julio de 2013, el Consejo de Gobierno anunció una versión cualitativa e indefinida de *forward guidance*. En particular anunció: “El Consejo de Gobierno del BCE espera que los tipos de interés permanezcan en los niveles actuales o menores por un período prolongado de tiempo. Esta perspectiva se basa en la previsión de una inflación general controlada en el medio plazo, dada la debilidad de la economía real y la débil dinámica monetaria.”. Posteriores comunicados del BCE han mantenido esta política de comunicación de *forward guidance*. Su principal implicación es que el BCE ya no comunica únicamente cómo valora las condiciones económicas y los riesgos para la estabilidad financiera en el medio plazo, sino también las consecuencias que dicha valoración implica para la orientación futura de la política monetaria.

<sup>28</sup> La orientación “*forward guidance*” de la política de comunicación de los bancos centrales encuentra su fundamento en que los efectos de la política monetaria no dependen únicamente de los tipos de interés a muy corto plazo que el banco central controla directamente, sino también en las expectativas formadas por el público sobre cómo dichos tipos de interés se comportarán en el futuro. Las expectativas sobre los tipos de interés futuros son relevantes porque afectan a decisiones económicas importantes como la inversión o el consumo duradero e, indirectamente, el empleo, la producción y la fijación de precios.

<sup>29</sup> Antes de 2013, las expectativas de inflación se encontraban firmemente ancladas en niveles adecuados y existía consenso en que las perturbaciones en la economía real eran consecuencia de perturbaciones en el sector financiero. Sin embargo, a partir de 2013 se comenzó a considerar que la baja inflación, el alto desempleo y la desaceleración económica eran consecuencia de un shock negativo de demanda agregada que conducía a que el *output gap* se mantuviese en niveles negativos hasta 2019.

existencia se mantendrá mientras sigan existiendo Estados miembros de la UE que no hayan adoptado el euro:

– Consejo de Gobierno:

- *Delimitación:* Es el órgano rector supremo del BCE, está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la Eurozona y estará presidido por el Presidente del BCE.
- *Funciones:*
  - Adoptar las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC.
  - Formular la política monetaria de la Eurozona, incluidas la adopción de decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas en el Eurosistema, así como establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.
- *Decisiones:* En general, las decisiones se adoptan, como regla general, por mayoría simple y con voto de calidad del presidente.
- *Reuniones:* El Consejo de Gobierno se reúne al menos 10 veces al año, aunque en la práctica se suele reunir el primer jueves de cada mes, lo que da certidumbre en los mercados. Pueden participar en las reuniones el presidente del Consejo de la UE y un miembro de la Comisión Europea, aunque sin derecho de voto.
  - El Consejo de Gobierno se reúne como norma general 2 veces al mes en la sede del Banco Central Europeo. Asimismo, cada 6 semanas toma decisiones de política monetaria que son posteriormente explicadas en rueda de prensa.
  - *El Consejo de Gobierno ha decidido hoy mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantendrán sin variación en el 4,50 %, el 4,75 % y el 4,00 %, respectivamente.*
  - <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/actualidad-bce/decisiones-politica-monetaria/el-bce-mantiene-los-tipos-en-octubre.html>.

– Comité Ejecutivo:

- *Delimitación:* Es el órgano encargado de la gestión ordinaria del BCE. Está compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros 4 miembros, que tendrán un mandato no renovable de 8 años y desempeñarán sus funciones con dedicación exclusiva. Su nombramiento corresponde al Consejo Europeo por mayoría cualificada, a partir de una recomendación del Consejo de la Unión Europea<sup>30</sup>.
- *Funciones:*
  - Gestión ordinaria del BCE.
  - Poner en práctica la política monetaria, según las orientaciones del Consejo de Gobierno.
  - Preparar las reuniones del Consejo de Gobierno.
  - Asumir determinados poderes que el Consejo de Gobierno delega en él.
- *Decisiones:* Con carácter general, adoptadas por mayoría simple con voto de calidad del presidente.
- *Reuniones:* Se reúne semanalmente, generalmente los martes.

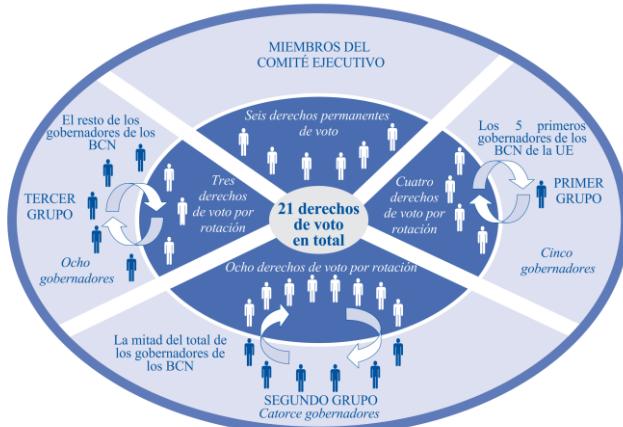
– Consejo General:

- *Delimitación:* Formado por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los 27 gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE (tanto pertenecientes como no pertenecientes a la Eurozona).

<sup>30</sup> <https://www.consilium.europa.eu/es/infographics/ecb-executive-board-appointment-procedure/>

- **Funciones:** Desempeña las funciones heredadas del Instituto Monetario Europeo (IME) que todavía han de llevarse a cabo porque no todos los miembros de la UE han adoptado el euro. Con carácter no exhaustivo, podemos mencionar las siguientes funciones:
  - Respecto a los Estados miembros de la UE que aún no han adoptado el euro: *i)* reforzar la coordinación de las políticas monetarias con el fin de garantizar la estabilidad de precios; y *ii)* adoptar las medidas necesarias para fijar irrevocablemente los tipos de cambio.
  - Otras: Elaborar informes acerca de las actividades del BCE y recopilar información estadística.
- **Decisiones:** En general, las decisiones se adoptan, como regla general, por mayoría simple y con voto de calidad del presidente. Cada miembro del Comité Ejecutivo (6) dispone de un voto, mientras que sólo 15 gobernadores de los bancos centrales nacionales tendrán derecho a voto (ostentándolo con carácter rotatorio). Al adoptar decisiones, los miembros del Consejo de Gobierno no actúan como representantes de sus respectivos Estados miembros, sino como personas plenamente independientes.
- **Reuniones:** Generalmente trimestrales.

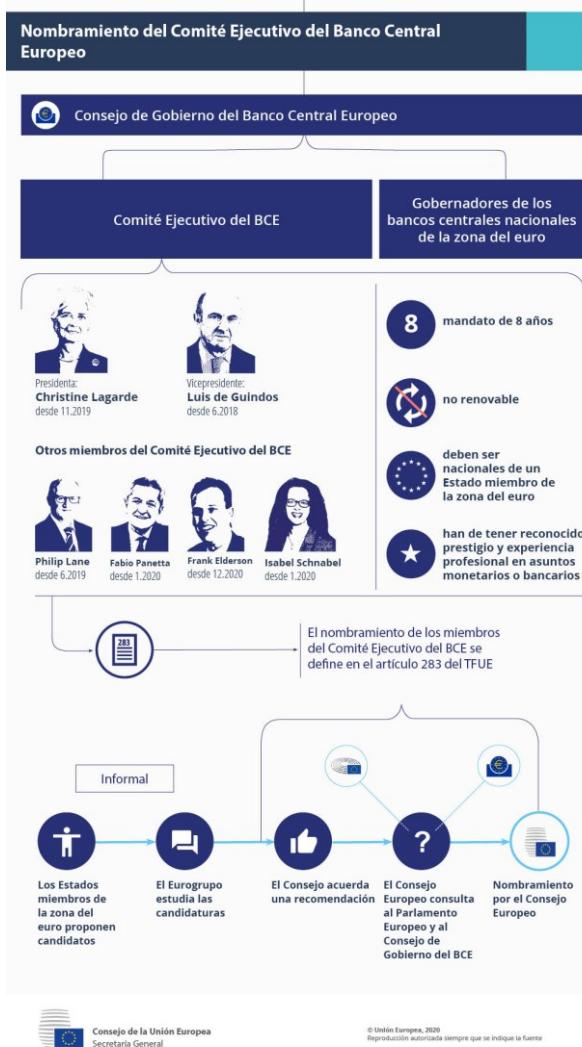
IMAGEN 3.– *Sistema de rotación*



Fuente: Banco Central Europeo (2011). *La política monetaria del BCE 2011* (Ed. electrónica).

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf>

IMAGEN 4.– Nombramiento del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo



Fuente: <https://www.consilium.europa.eu/es/infographics/ecb-executive-board-appointment-procedure/>

### El papel de los Bancos Centrales Nacionales en el SEBC

- Para concluir el estudio del marco institucional del SEBC debemos referirnos a los bancos centrales nacionales, cuya participación y funciones en éste difieren según estos pertenezcan o no a Estados miembros de la eurozona<sup>31</sup>.

#### BCN de la eurozona

- Participan en la aplicación de la política monetaria única de la zona del euro, ejecutando instrucciones del BCE.
  - En particular, efectúan operaciones de política monetaria, como suministro de liquidez a las entidades de crédito, y garantizan la liquidación de pagos nacionales y transfronterizos que no se realizan en efectivo.
  - Asimismo, llevan a cabo las operaciones de gestión de las reservas de divisas por cuenta propia como agentes del BCE.
  - Además, los bancos centrales nacionales realizan la mayor parte de las tareas relacionadas con la recopilación de información estadística y la emisión y el tratamiento de los billetes en sus países respectivos.
    - Los bancos centrales nacionales pueden también ejercer funciones distintas de las especificadas en los Estatutos, a menos que el Consejo de Gobierno estime que dicho ejercicio interfiere con los objetivos y funciones del Eurosistema.

<sup>31</sup> En cualquier caso, los Estatutos del BCE garantizan la independencia personal de sus gobernadores en términos similares a los del BCE, aunque estableciendo un mandato más reducido para sus respectivos gobernadores (fijado en 5 años frente a los 8 del Comité Ejecutivo del BCE).

- Asimismo, los bancos centrales nacionales pueden tener asignadas funciones no relacionadas con la política monetaria, como la supervisión bancaria.

#### BCN no-eurozona

- No participan en la política monetaria única (no están en el Consejo de Gobierno) pero mantienen el compromiso de la estabilidad de precios y llevan a cabo tareas estadísticas.

### **2.2. Instrumentación de la política monetaria de la eurozona –**

#### **¿Cómo se ejecuta la política monetaria de la eurozona?**

- Partiendo de la base de que el objetivo de la política monetaria de la eurozona es la *estabilidad de precios*, podemos pasar a estudiar **cómo se traduce este objetivo en la práctica**.

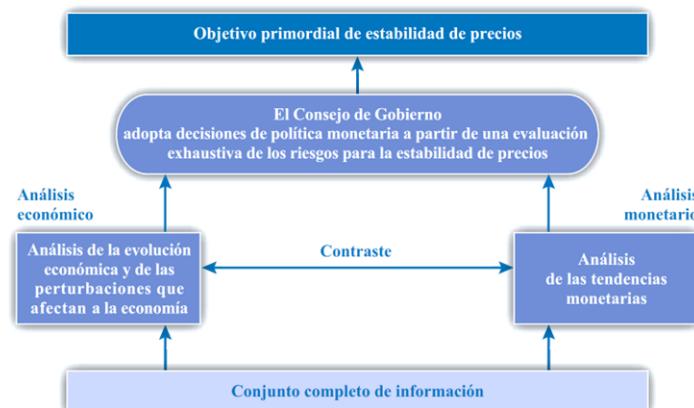
#### 2.2.1. Análisis de la evolución de precios

- El análisis se organiza a partir de 2 perspectivas complementarias sobre la determinación de la evolución de precios conocidas como los 2 pilares:

- 1) Análisis económico: Perspectiva de corto plazo, que se centra en la valoración de la situación económico-financiera existente y los riesgos para la estabilidad de precios próximos.
- 2) Análisis monetario: Perspectiva de medio y largo plazo, que se basa en la relación entre crecimiento monetario e inflación. Busca evitar la tentación de sobreactuar ante perturbaciones a corto plazo.

○ La principal dificultad del análisis monetario constituye en identificar la tasa de crecimiento monetario que proporcione la señal pertinente de la existencia de riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. El BCE establece un valor de referencia cuantitativo para el crecimiento del agregado monetario M3, actualmente fijado en una tasa de crecimiento interanual del 4,5 %. En cualquier caso, cabe precisar que dicho valor no constituye un verdadero “*monetary target*” sino únicamente una referencia para analizar información dentro del análisis monetario.

IMAGEN 5.– Objetivos de la política monetaria de la Unión Europea



Fuente: Banco Central Europeo (2011). *La política monetaria del BCE 2011* (Ed. electrónica).  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf>

#### 2.2.2. Variable operativa

- A la hora de diseñar la política monetaria, el BCE pretende controlar los tipos de interés a muy corto plazo y para ello debe tomar un tipo de interés a corto plazo de referencia. En concreto, en el caso de la zona euro, el tipo de interés de referencias sería el *Euro Short-Term Rate* (€STR), que desde 2020 reemplaza al EONIA.
  - El €STR es el promedio de los tipos de los préstamos interbancarios intradía tomados en el mercado durante el día anterior sin colateral con vencimiento al día siguiente (no sólo por bancos sino también por otras entidades)<sup>32</sup>.

<sup>32</sup> A diferencia del EONIA que sólo tenía en cuenta los bancos y usaba como referencia los préstamos realizados en el mismo día.

### 2.2.3. Instrumentos de la política monetaria

- Para explicar la instrumentación de la política monetaria expliquemos sucintamente el **balance del Banco Central Europeo (BCE)** [ver tema 3.A.35].

<i>Banco Central Europeo (BCE)</i>	
<i>Activo</i>	<i>Pasivo y Patrimonio Neto</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reservas internacionales</li> <li>• Crédito interno (incluidos activos adquiridos en programas de compras)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital del BCE<sup>33</sup></li> <li>• Efectivo</li> <li>• Reservas depositadas por BCN</li> </ul>

#### Instrumentos convencionales

- Para facilitar el control efectivo del tipo de interés de referencia el BCE cuenta con **3 instrumentos convencionales de política monetaria**:

##### 1) Reservas mínimas (coeficiente de caja):

- Obliga a las entidades de crédito a mantener en el banco central un saldo de efectivo que se corresponde con un porcentaje de sus pasivos a corto plazo (se excluyen pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas del Eurosistema).
  - Un aumento del coeficiente de caja disminuirá la posibilidad de conceder crédito a los bancos comerciales y, por tanto, disminuye la oferta monetaria.
  - De esta manera, una elevación del coeficiente de caja supone, *ceteris paribus*, una reducción del multiplicador monetario y con ello una reducción en la cantidad de dinero que hay en el sistema.
- En la actualidad, el coeficiente de caja cumple 2 funciones básicas:
  - a) *Estabilizar la demanda de efectivo* de las entidades para indirectamente disminuir las tensiones en los tipos de interés a corto plazo, pues los bancos pueden utilizar el efectivo mantenido en el banco central como colchón de liquidez ante shocks inesperados; de esta manera evitan acudir al mercado interbancario para hacer frente a las necesidades de caja, permitiendo que el tipo de interés sea más estable.
  - b) *Reforzar la dependencia del sistema bancario* con respecto a la liquidez suministrada por el banco central (déficit agregado estructural), pues el coeficiente reduce la liquidez del sistema, creando un déficit agregado de liquidez y, por lo tanto, contribuye a que aumente la demanda de financiación al banco central, lo que permite que éste controle mejor los tipos de interés.
    - En las últimas décadas, la *importancia del coeficiente de caja ha disminuido* debido a que la liberalización de los movimientos de capitales y las innovaciones financieras han multiplicado los movimientos transfronterizos de capitales, lo que ha supuesto un aumento de la competencia regulatoria entre países para disminuir el coeficiente y atraer fondos<sup>34</sup>.
- Este instrumento presenta ventajas e inconvenientes:
  - Por un lado, es un instrumento muy poderoso por su coactividad y su precisión.

<sup>33</sup> El capital del BCE procede de los bancos centrales nacionales de todos los Estados miembros de la UE. Las participaciones de los bancos centrales nacionales en este capital se calculan utilizando una clave que refleja la participación de los respectivos países en la población y en el PIB de la UE, ambos con igual peso a efectos de dicho cálculo. A 7 de febrero de 2023, el capital del BCE asciende a 10.825.007.068,61 € (i.e. aproximadamente 10,8 mil millones de euros). El BCE ajusta las participaciones cada 5 años y cuando un nuevo país se adhiere a la UE.

La mayor parte de la suscripción desembolsada por los bancos centrales nacionales corresponde a los Estados miembros de la eurozona, mientras que bancos centrales nacionales de los Estados no pertenecientes a la eurozona deben desembolsar un pequeño porcentaje de su participación en el capital suscrito del BCE como contribución a sus costes operativos.

Los beneficios y pérdidas netos del BCE se asignan entre los bancos centrales nacionales de la eurozona de conformidad con los Estatutos de SEBC y del BCE.

<sup>34</sup> Incluso algunos países como Australia y Canadá no imponen este tipo de exigencias.

- Sin embargo, por otro lado, no es viable variarlo con frecuencia en períodos cortos de tiempo por las dificultades que podría generar a las entidades financieras. Por esta razón, se considera un instrumento de acción discontinua, que se fija para un período relativamente prolongado, siendo complementado con las operaciones de mercado abierto y con las facilidades de crédito y de depósito<sup>35</sup>.

- En la eurozona, la cuantía de este depósito en la actualidad es equivalente al 1 % de los pasivos desde 2012<sup>36</sup> y se remunera al tipo repo (i.e. al tipo oficial del BCE aplicado a las principales operaciones de refinanciación<sup>37</sup>).

## 2) Operaciones de mercado abierto:

- Son operaciones (compra o venta de activos financieros) llevadas a cabo por el banco central para inyectar o drenar liquidez del sistema financiero a cambio de colaterales (i.e. activos financieros de corto, medio y largo plazo), teniendo lugar generalmente en el mercado monetario. Dichos activos serán recomprados pasado un tiempo (i.e. se ejecutan vía *repurchase agreements –repos–*).
- Estas operaciones se realizan a iniciativa del banco central, el cual determina las condiciones.
  - Suelen efectuarse mediante subastas a las que sólo pueden acudir entidades de crédito autorizadas.
- Distinguimos 4 tipos fundamentales de operaciones de mercado abierto:
  - i) *Operaciones principales de financiación (Main Refinancing Operations, MRO)*: Se trata de operaciones periódicas de inyección de liquidez realizadas semanalmente conforme a un calendario prefijado y con vencimiento también a una semana, ejecutadas mediante el procedimiento de subasta estándar<sup>38</sup> a las que solo pueden acudir las entidades de crédito autorizadas y en las que éstas expresan cantidades de liquidez y/o tipos de interés máximos que están dispuestas a asumir<sup>39</sup>. Estas subastas podrían ser a un tipo de interés variable o fijo<sup>40</sup>. Estas operaciones representan la principal fuente de financiación del sistema bancario dentro del marco del Eurosistema<sup>41</sup>.

<sup>35</sup> Este fue el instrumento principal en la economía del siglo XVII (con un sistema bancario no liberalizado). Sin embargo, últimamente, en la práctica, es más bien un instrumento de acción discontinua que se fija para un período de tiempo relativamente prolongado.

<sup>36</sup> En el Eurosistema, el Banco Central Europeo (BCE) determina el coeficiente de caja. Hasta enero de 2012, las entidades de crédito de la zona del euro debían mantener en sus bancos centrales nacionales un coeficiente mínimo del 2 % de determinados pasivos, principalmente depósitos de clientes. Desde entonces, este coeficiente se ha reducido al 1 %.

<sup>37</sup> El tipo repo es el tipo de interés de las principales operaciones de financiación y al que nos referimos al hablar del tipo oficial del BCE.

<sup>38</sup> Subasta estándar implica que hay calendario anunciado previamente y se ejecutan en 24 horas. Con tipo de interés fijo el BCE determina previamente el tipo de interés y las entidades de contrapartida solicitan los fondos que desean a dicho tipo.

<sup>39</sup> ¿Cómo funcionan estas subastas? El BCE ordena las ofertas recibidas de mayor a menor tipo de interés y después, sobre la base de la liquidez que quiere inyectar/drenar, establece los *criterios de aceptación*. Al tipo de interés de la última entidad cuya oferta se acepta se le denomina *tipo de interés marginal de la subasta*. A esta entidad se le asigna la cantidad solicitada (o un prorrato de esta), y a quienes ofrecieron un tipo mayor se les asigna liquidez bien al tipo de interés que ofrecieron (modalidad americana) bien al tipo de interés marginal de la subasta (modalidad holandesa). En cualquiera de los casos, las entidades entregan como contrapartida *valores negociables a modo de pignoración* hasta que se produzca la devolución de los fondos y, por tanto, la recompra de títulos. De ahí que, aunque se suele decir que las operaciones de mercado abierto son compraventas temporales de valores, en realidad se trata de compraventas temporales de liquidez mediante la entrega de valores a modo de pignoración.

Las operaciones de mercado abierto pueden producir 2 efectos:

a) Efecto cantidad: Alteración de la cantidad de la base monetaria. La magnitud del efecto dependerá del multiplicador monetario.  
 b) Efecto sobre los tipos de interés: Si la compraventa llevada a cabo por el banco central tiene por objeto *valores de renta fija*, entonces la operación influye no sólo sobre la base monetaria sino también sobre la cotización de los valores, lo que afecta a su tipo de interés efectivo:

$$r_e = \frac{r_n}{P_b} \cdot 100$$

donde  $r_e$  es el tipo de interés efectivo,  $r_n$  es el tipo de interés nominal (cupón), y  $P_b$  es el precio del bono.

<sup>40</sup> El tipo de interés variable era lo habitual hasta 2009. El tipo de interés fijo es lo habitual desde 2009.

<sup>41</sup> En el caso de las inyecciones de liquidez hay 3 variantes:

i) Compras temporales de valores negociables instrumentados a través de *repos*.  
 ii) Compras temporales de activos denominados en moneda extranjera (vía *swaps de divisas*).  
 iii) Concesión de préstamos colateralizados.

En cuanto al drenaje de liquidez, se pueden vender valores procedentes de las carteras de los bancos centrales y colocarlos en las entidades de crédito (captar depósitos de estas entidades).

ii) *Operaciones de financiación a más largo plazo (Long Term Refinancing Operations, LTRO):*

Se trata de operaciones periódicas de inyección de liquidez realizadas con periodicidad mensual conforme a un calendario prefijado y con vencimiento a 3 meses, ejecutadas mediante subastas estándar. El objetivo es proporcionar liquidez a más largo plazo al sistema bancario y así evitar que toda la liquidez del mercado monetario tenga que renovarse cada semana.

iii) *Operaciones de ajuste (fine-tuning):* Se trata de operaciones de mercado abierto sin periodicidad ni vencimientos prefijados, ejecutadas mediante subastas rápidas que tienen por objetivo regular puntualmente los niveles de liquidez. Tienen mayor frecuencia y plazos más cortos.

iv) *Operaciones estructurales:* Se trata de operaciones que pretenden ajustar la posición de liquidez estructural del Eurosistema frente al sector financiero.

- Las operaciones de mercado abierto constituyen el instrumento de política monetaria más utilizado en la actualidad ya que es un instrumento flexible y adaptado a las necesidades operativas identificadas por el banco central por 3 razones:

- a) El banco central puede comprar/vender grandes o pequeñas cantidades.
- b) Pueden cambiar fácilmente su dirección sin generar dificultades a las entidades financieras.
- c) Sirven para señalizar la orientación de la política monetaria.

3) *Facilidades permanentes:*

- Consisten en las transacciones que se realizan entre el banco central y los bancos comerciales a un tipo de interés fijado por el banco central (i.e. no de mercado), de forma que éste establece unas condiciones y son los bancos comerciales los que deciden cuándo y en qué medida utilizar este instrumento.
  - De este modo, se observa un rol pasivo del banco central y un rol activo de las entidades comerciales.
- Se distinguen 2 tipos de facilidades:
  - *Facilidad marginal de crédito:* Permite a las entidades obtener liquidez a un día de los bancos centrales contra activos de garantía al tipo de interés fijado por el banco central. La idea es establecer un techo a los tipos de interés a un día en el mercado monetario<sup>42</sup>.
  - *Facilidad marginal de depósito:* Permite a las entidades realizar depósitos a un día en el banco central a un tipo fijado por el banco central. La idea es establecer un suelo a los tipos de interés a un día en el mercado monetario.
- Con estos instrumentos se incide en mayor medida en controlar la liquidez a un día y en establecer un pasillo donde se puede situar los tipos de interés a corto plazo<sup>43</sup>.

### Medidas excepcionales e instrumentos no convencionales

- Hemos visto los instrumentos convencionales de la política monetaria del Eurosistema, mediante los cuales el BCE conduce los tipos de interés del mercado monetario en condiciones normales.
- Sin embargo, en el contexto de la crisis financiera, y sobre todo a raíz de la crisis de la zona euro, diversas circunstancias van a provocar que el BCE vea necesario introducir una serie de medidas excepcionales para cumplir el mandato de mantenimiento de estabilidad de precios:
  - 1) La crisis da lugar a la paralización de la actividad en los mercados interbancarios, lo que provoca necesidades de financiación del sistema bancario. Dicha financiación era un requisito previo a reparar el canal de transmisión del crédito de la política monetaria.

<sup>42</sup> El tipo de interés de las operaciones principales de financiación es el tipo de interés que los bancos pagan para obtener financiación a una semana del BCE. Para ello, deben aportar garantías que aseguren la devolución de los fondos recibidos.

<sup>43</sup> El pasillo interbancario es relativamente novedoso como instrumentalización.

- 2) La respuesta del BCE de reducir los tipos de interés (tanto el tipo oficial como los tipo de las facilidades) lleva a la imposibilidad de contar con un margen de maniobra para estimular la economía (se llega a un *Effective Lower Bound*) con el tipo repo en el 0 % y el tipo de facilidad marginal de depósito en el -0,5 %.
- Por añadidura, estas medidas no convencionales no se llegan a abandonar y se reactivan a raíz de la crisis de la COVID-19.
  - Destacamos las siguientes medidas:
    - a) Medidas de inyección excepcional de liquidez a las entidades bancarias (desde 2008).
    - b) Compras directas (entre 2010 y 2014).
    - c) Programas para aumentar el crédito (desde 2014).
    - d) Medidas adoptadas por el BCE frente a la pandemia.
    - e) Medidas adoptadas en 2022.

#### Medidas de inyección excepcional de liquidez a las entidades bancarias (desde 2008)

- El objetivo de estas medidas fue responder a las necesidades de financiación del sistema bancario, si bien paralelamente tuvo efectos positivos también en la concesión de crédito de las entidades:
  - i) Adjudicación plena de las demandas en las subastas semanales del BCE (desde 2008 hasta la actualidad<sup>44</sup>).
  - ii) Ampliación de la lista de activos de garantías (i.e. que sirvieran como colateral)<sup>45</sup>. Esto se ha vuelto a hacer en 2020 en respuesta a la pandemia.
  - iii) LTRO a 3 años (Very Long-Term Refinancing Operations). Inyección de liquidez a plazo más largo a través de la extensión del vencimiento de las operaciones de financiación (3 años en lugar de los 3 meses habituales).

#### Compras directas (entre 2010 y 2014)

- El objetivo de estas medidas era evitar la escalada de la prima de riesgo en países periféricos y reparar segmentos del mercado con mal funcionamiento:
  - i) Compras selectivas de valores: Destacan:
    - a. *Securities Market Programme (SMP)*: Conlleva la compra de títulos de deuda pública de algunos países periféricos en el mercado secundario para evitar la escalada de la prima de riesgo ante las tensiones de deuda soberana de los países de la Eurozona.
    - b. *Covered Bond Purchase (CBP)*: Conlleva la compra de bonos garantizados, que eran una fuente importante de financiación de las entidades bancarias<sup>46</sup>.
  - ii) Outright Monetary Transactions (OMT): Compras monetarias directas.
    - En julio de 2012 (el mismo día de la célebre intervención de MARIO DRAGHI), el BCE anunció su disposición a formalizar el sistema de compras directas a países que solicitaran formalmente un rescate al MEDE (con condicionalidad).
    - El programa prevé comprar deuda del solicitante en el mercado secundario en cantidad ilimitada.
    - El programa nunca ha llegado a ponerse en marcha pero su simple anuncio tuvo un efecto tranquilizador sobre los mercados de deuda de los países periféricos y las primas de riesgo iniciaron una senda descendente<sup>47</sup>.
      - En efecto, se trató de un fenómeno de gestión de expectativas, una muestra de que el BCE iba a hacer lo que fuera necesario (*whatever it takes*) para preservar el euro.

<sup>44</sup> Toda la liquidez demandada se concedía mientras se presentara colateral (*full allotment*).

<sup>45</sup> Se rebajaron los requisitos (desde A- hasta BBB-) para permitir, entre otros, la aceptación de deuda griega como colateral.

<sup>46</sup> Los *covered bonds* son cruciales como fuente de financiación de las entidades de crédito para refinanciar préstamos al sector privado y al público. Dado que su objetivo no era modificar la orientación de la política monetaria, la liquidez inyectada se esterilizó por completo, pero desde 2014 se deja de esterilizar.

<sup>47</sup> El BCE partió de la base de que la existencia de primas de riesgo excesivas no se debía únicamente a las divergencias macroeconómicas entre los Estados miembros.

- Levantó suspicacias en ciertos Estados miembros. En particular, un grupo de académicos alemanes planearon ante el TJUE la posible contravención del programa OMT con los Tratados, ya que éste podía sobrepasar las atribuciones del BCE en materia de política monetaria y podría violar la prohibición de ofrecer financiación monetaria a los países miembros. Sin embargo, en 2015, el TJUE confirmó que los Tratados de la UE autorizan al SEBC a adoptar un programa con las características del programa OMT.

#### Programas para aumentar el crédito (desde 2014)

- La recuperación económica iniciada en 2013 era frágil y con una inflación muy por debajo del 2 %. La concesión de crédito continuaba siendo muy reducida. Se comienza a reconocer que el *output gap* podría no cerrarse hasta 2019.
- Estos programas perseguían 2 objetivos:
  - i) Se buscaba reparar la transmisión de política monetaria para que las entidades financieras aumentasen el crédito.
  - ii) Se buscaba reforzar la posición acomodaticia de la política monetaria en vista de estas previsiones macroeconómicas.
- Los programas eran los siguientes:
  - 1) Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO): El BCE anunció entre 2014 y 2016 el lanzamiento de 2 nuevas rondas de operaciones de refinanciación a largo plazo, pero esta vez condicionadas a la concesión de créditos a la economía real distintos a la vivienda.
  - 2) Programa de compra de activos no financieros del sector privado (bonos de titulización y covered bonds): En 2014, el BCE anunció el inicio de un programa de compras de bonos de titulización y de un tercer programa de *covered bonds*. Con este programa se trata de liberar activos de los balances bancarios con el fin de facilitar los flujos de crédito a la economía.
  - 3) Forward guidance (2015): En 2015 se revisa la política de comunicación y publicación de orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria: "se espera que los tipos de interés de referencia permanezcan en niveles reducidos".
  - 4) Quantitative Easing (2015): En un contexto en el que se produce un nuevo deterioro de las perspectivas de inflación<sup>48</sup>, se decide ampliar los programas de compra de activos:
    - a. *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*
    - b. *Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)*
      - Se extiende el programa de bonos de titulización y de bonos garantizados a compra de deuda pública en los mercados secundarios y aumenta considerablemente el volumen de compra. La cantidad de compra era de 60.000 millones de euros al mes y se amplió hasta los 80.000 millones de euros en 2018. Entre 2017 y 2019 se produce un *tapering*<sup>49</sup> (i.e. reducción paulatina hasta 15.000 millones de euros mensuales).

#### Medidas adoptadas por el BCE frente a la pandemia

- En el contexto de la pandemia por COVID-19 iniciada en 2020 se persigue estabilizar los mercados de financiación para salvaguardar la efectiva transmisión de la política monetaria. Ello permite

<sup>48</sup> La inflación interanual medida por el IAPC pasó del 2 % a principios de 2013 a estar por debajo del 1 % en noviembre de ese mismo año, por debajo del 0,2 % en diciembre de 2015 e incluso llegó al -0,2 % en febrero de 2016.

La tasa de inflación de la Eurozona subió en diciembre de 2016 al 1,1 % (su nivel más alto desde septiembre de 2013).

<sup>49</sup> El 'tapering' no es más que la retirada progresiva de los estímulos económicos.

La palabra 'tapering' en inglés no se refiere sólo a este fenómeno. La traducción literal en español es *reduciendo, pero de una manera progresiva*. Pero si lo aplicamos a los mercados financieros, es, como decíamos antes, la reducción en la compra de bonos de deuda pública, pero de una manera escalonada para evitar un efecto muy negativo.

facilitar las condiciones de financiación a gobiernos indirectamente y apoyar la financiación de las sociedades no financieras.

– Apoyo al crédito:

- i) *Aplicar condiciones más favorables a todas las operaciones TLTRO-III vigentes durante ese período (liquidez a 3 años):* Se aceptan bonos con rating por debajo de BBB (bonos de especulación) como garantía. Esto permite que los bancos tenedores de estos bonos no los vendan de manera masiva, y que en previsión de esto tampoco lo hagan los demás inversores. Gracias a esto, estas empresas seguirán teniendo acceso a la financiación del mercado<sup>50</sup>.
- ii) Operaciones adicionales de financiación *LTRO*<sup>51</sup>.
- iii) *Purchasing Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTRO):* Nuevas operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia. Estas operaciones tienen un coste superior al de las LTRO y TLTRO-III, ya que se conciben sólo para su uso en situaciones excepcionales.

– Compras de activos:

- A raíz de la crisis del COVID-19, en marzo de 2020 se anuncia un nuevo programa de compra: el *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, por el que se compran 1.850 miles de millones de euros en activos hasta mediados de 2021 (finalmente fue prorrogado hasta marzo de 2022)<sup>52</sup>.
  - El PEPP permitió compras de activos equivalentes al 6,7 % del PIB de la Eurozona en 2020 y a comienzos de 2021 se aceleró la velocidad de compra por decisión del BCE.
- En definitiva, el BCE llevó a cabo medidas nunca antes ensayadas para intentar reconducir el contexto de baja inflación mientras asegura la correcta transmisión de la política monetaria a la economía real.

Medidas adoptadas en 2022

- En 2022, ante la subida del nivel de precios, el BCE cambió el tono de su política monetaria y desde entonces ha llevado a cabo las siguientes acciones:
  - *Cambios en los programas de compras de activos:* Como paso previo imprescindible para la subida de tipos de interés, las compras netas de deuda pública terminaron el 1 de julio de 2022 (el BCE ya había reducido la cuantía de sus compras mensuales de activo dentro del programa APP a 20.000 millones de euros para el mes de junio, según lo decidido en marzo). Además, en marzo de 2022 finalizó las compras de su programa extraordinario antipandemia (PEPP), del que se extenderán los vencimientos al menos hasta finales de 2024.

<sup>50</sup> La información de la que se dispone sugiere que los bancos europeos estarían empleando en gran medida esta liquidez para proporcionar crédito a la economía real. Esto se reflejaba en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios.

<sup>51</sup> A diferencia de los TLTRO no están ligados a la concesión de crédito.

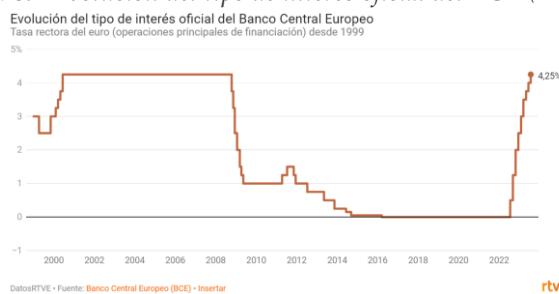
<sup>52</sup> Los resultados indican que tanto el anuncio inicial del PEPP como, en menor medida, el de su ampliación posterior, tuvieron un efecto muy positivo en los principales índices bursátiles del área del euro. También se producen caídas en las rentabilidades soberanas. Los efectos se pueden medir en un modelo de Equilibrio General Dinámico Estocástico que permiten recoger el efecto de las expectativas. Sin embargo, estos modelos imponen una estructura más rígida a las relaciones entre las distintas variables del modelo. Un modelo VAR estructural permite relaciones más flexibles renunciando a los fundamentos microeconómicos y sin recoger el papel de las expectativas. El modelo del Banco de España (*Joint Spain Euro Area*) muestra un efecto positivo (como un *shock* que va desapareciendo).

Los estudios sobre su efectividad tienden a apuntar a que su efectividad puede estar más vinculada a su impacto sobre la depreciación del tipo de cambio que a su efecto sobre la inversión y el gasto. Además, ha permitido reducir el coste de financiación de los países y la volatilidad de los mercados financieros.

Sin embargo, existen riesgos sobre la estabilidad financiera (ya que estamos hablando de inyecciones de liquidez masivas en la economía) y reduce los incentivos de los países a implementar reformas y a comportarse con diligencia (tal y como plantea el clásico argumento del riesgo moral).

- *Subida de tipos de interés:* El BCE ha subido los tipos progresivamente desde julio de 2021 y se prevé que continúe con esta tendencia:

IMAGEN 6.– Evolución del tipo de interés oficial del BCE (27/07/2023)

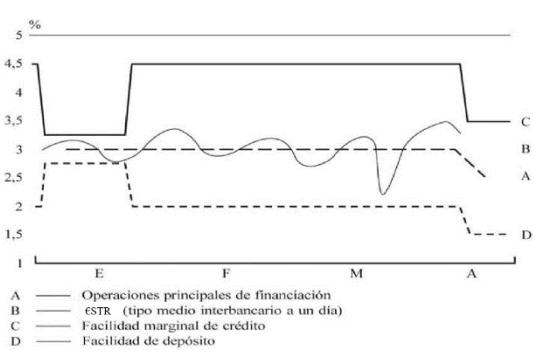


Fuente: RTVE.es (27/07/2023). El BCE sube los tipos de interés en un cuarto de punto y los sitúa en máximos del 4,25%.

<https://www.rtve.es/noticias/20230727/bce-tipos-interes-inflacion-economia-europa/2452612.shtml>

<https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/actualidad-bce/decisiones-politica-monetaria/el-bce-sube-los-tipos-25-puntos-basicos-en-julio.html>

- *Anuncio de la creación de un mecanismo para frenar futuras crisis de deuda soberana:* El BCE ha decidido reinvertir los vencimientos de deuda del extinto programa para combatir la pandemia (PEPP) para controlar las primas de riesgo del sur de Europa.

Política Monetaria Convencional	Política Monetaria No Convencional
<b>Operaciones de Mercado Abierto</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Main Refinancing Operations (MRO)</li> <li>• Longer Term Refinancing Operations (LTRO)</li> <li>• Operaciones de ajuste ("fine tuning")</li> <li>• Operaciones estructurales</li> </ul>	<b>Medidas de aumento de liquidez y financiación. Desde 2008</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Subastas a tipo fijo y con adjudicación completa (desde 2008)</li> <li>• VLTRO (<i>Very Long-Term Refinancing Operations</i>): Inyección de liquidez a plazo más largo a través de la extensión del vencimiento de las operaciones de financiación (LTRO-desde 6 meses, 1 año hasta 3 años). Desde noviembre de 2011</li> <li>• Ampliación de la lista de activos de garantía (<i>collateral pool</i>)</li> <li>• Inyección de liquidez en moneda extranjera (operaciones swap), para satisfacer deudas externas ante mercados de divisas cerrados</li> </ul>
<b>Modificaciones de los servicios permanentes</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Facilidad marginal de crédito</li> <li>• Facilidad de depósito</li> </ul>	
<b>Reservas mínimas</b>	
 <p>Reservas mínimas (%)</p> <p>Línea A: Operaciones principales de financiación</p> <p>Línea B: ESTR (tipo medio interbancario a un día)</p> <p>Línea C: Facilidad marginal de crédito</p> <p>Línea D: Facilidad de depósito</p> <p>E, F, M, A: Periodos de cambios</p>	<b>Compras directas en segmentos de mercados con mal funcionamiento o Asset Purchases-AP. Desde mediados 2010-2012</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Programa de mercado de valores (<i>Securities Markets Programme-SMP</i>). Desde mayo 2010-Sept. 2012: 200.000 m €</li> <li>• Programas de compras de bonos con garantía hipotecaria (<i>Covered Bond Purchase Programmes-CBPP1 y 2</i>). Desde 2009-12: 100.000 m €</li> <li>• Compras monetarias Directas (<i>Outright Monetary Transactions-OMT</i>). Septiembre de 2012</li> </ul> <b>Orientación futura (Forward guidance). Desde Julio 2013</b> <b>Relajación del crédito y compra de activos (Quantitative easing) (Desde Junio 2014)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Operaciones de financiación a plazo más largo con objeto específico (<i>Targeted longer-term refinancing operations-TLTRO</i>). Junio 2014</li> <li>• Compra de títulos respaldados por deuda privada (<i>Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP</i>). Octubre 2014</li> <li>• Programas de compras de bonos con garantía hipotecaria <i>Covered Bond Purchase Programme (CBPP3)</i>. Septiembre 2014</li> <li>• Programa de Compra de Activos Ampliado. (<i>Expanded Asset Purchase Programme-EAPP</i>; incluye bonos soberanos además de los ABS y los CB). Desde enero 2015</li> </ul>

<i>Operaciones de mercado abierto</i>	
Operaciones principales de financiación	Frecuencia semanal; vencimiento a una semana desde 2004 (antes era quincenal); las operaciones se efectúan por medio de subastas de activos con pacto de recompra o «repos» a tipo fijo o múltiple (desde el año 2000); transmiten una señal clave sobre tasas de interés.
Operaciones de financiación a más largo plazo	Frecuencia mensual; vencimiento a tres meses; las operaciones se efectúan por medio de subastas normales de recompras (tasas variables o fijas); proporcionan refinanciamiento a más largo plazo. Con la crisis, su plazo se ha ampliado muy considerablemente.
Operaciones de ajuste o <i>fine-tuning</i>	Frecuencia y vencimiento variables; las operaciones se efectúan por medio de subastas rápidas o procedimientos bilaterales; se emplean para evitar oscilaciones bruscas de las tasas de interés.
Operaciones estructurales	Frecuencia y vencimientos variables; se efectúan a través de subastas normales o procedimientos bilaterales; se emplean para regular la posición estructural del sector bancario.
<i>Facilidades permanentes o «standing facilities»</i>	
Servicio de crédito	Vencimiento a un día; la tasa de interés es en general más alta que las tasas de adjudicación de las subastas (por ej. +100 p.b.); proporciona un techo diario del tipo en el mercado interbancario.
Servicio de depósito	Vencimiento a un día; la tasa de interés es en general más baja que las tasas de adjudicación de las subastas (por ej. -100 p.b.); proporciona un suelo diario de los tipos en el mercado interbancario.
<i>Coeficientes de caja</i>	
Principales características	Porcentaje de pasivos de entidades de crédito que deben depositarse en los BCN como reservas mínimas. Puede oscilar entre 1-2.5 %. Actualmente es del 1 %. Período de mantenimiento de un mes; pasivos computables: se aplica a los depósitos y otras emisiones de las entidades de crédito con un plazo de maduración inferior a los 2 años.

Fuente: Instituto Monetario Europeo (1997), «The Single Monetary Policy in Stage Three: General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures» (septiembre).

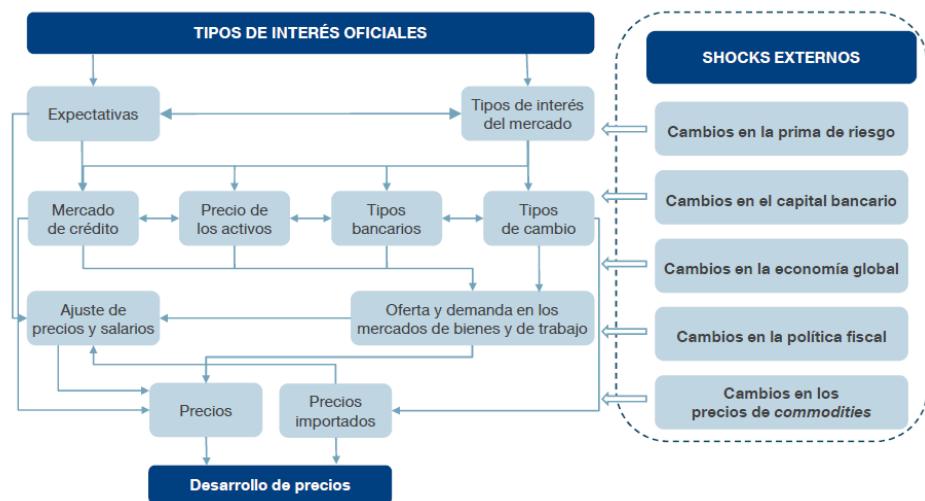
#### 2.2.4. Canales de transmisión y efectos

- El proceso por el que las decisiones de política monetaria afectan a la economía, en general, y al nivel de precios, en particular, se conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria.
  - La transmisión de los impulsos de la política monetaria al sector real de la economía va asociada a distintos mecanismos y acciones de los agentes económicos en diversas fases del proceso. En consecuencia, las medidas de política monetaria suelen tardar un tiempo considerable en influir en la evolución de los precios. Además, la magnitud y la intensidad de los distintos efectos pueden variar en función de la situación de la economía, lo que hace que resulte difícil estimar el impacto preciso. En conjunto, los bancos centrales suelen tener que afrontar retardos prolongados, variables e inciertos en la ejecución de la política monetaria.
- El Banco de España identifica **4 canales de transmisión**:
  - 1) Condiciones financieras: A su vez se distinguen 2 mecanismos:
    - a. *Tipo de interés*: La reducción del tipo de interés aumenta la inversión y el consumo financiado a crédito, elevando la demanda agregada.

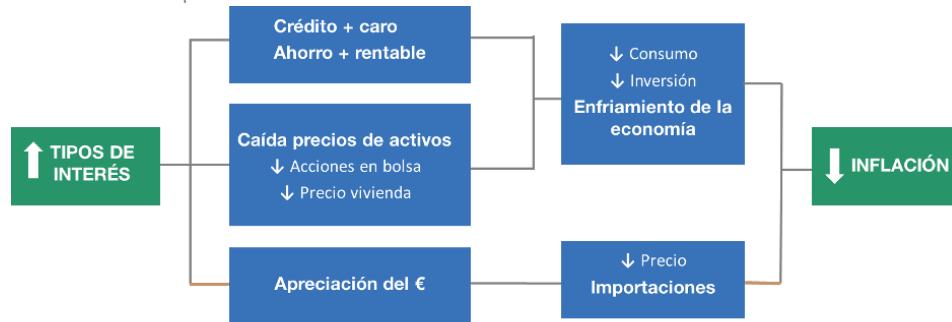
**b. Canal bancario**, que a su vez tiene 2 componentes:

- i. *Canal bancario en sentido estricto*: La inyección de liquidez permite a la banca comercial contar con más recursos para realizar préstamos (i.e. aumenta los pasivos de los bancos comerciales, lo que implica un aumento del crédito (activos)), con lo que aumenta la inversión y el consumo financiado a crédito.
  - ii. *Canal bancario hoja de balance*: El aumento del precio de los activos de las empresas y hogares (i.e. colaterales) aumenta el crédito, aumentando la inversión y el consumo financiado a crédito, lo que eleva la demanda agregada. El aumento del precio de los activos tiene lugar a través de un menor tipo de interés (i.e. menor tasa de descuento) que aumenta el valor de los cash-flows, o a través de una compra de activos por parte de la autoridad monetaria.
  - iii. *Canal balance financiero*: La banca es propietaria de numerosos activos reales o de activos financieros que a su vez derivan su valor de un activo real subyacente. La puesta en marcha de los programas de compra de activos ha provocado que los balances financieros de las entidades ganen en calidad lo que a su vez llevó a aumentar el crédito y a un aumento de la demanda agregada.
- 2) *Efecto riqueza*: El aumento del precio de los activos aumenta la riqueza de los individuos, lo que puede aumentar el consumo.
- 3) *Tipo de cambio*: Una política monetaria expansiva ejerce presiones a la baja sobre el tipo de cambio, lo que puede aumentar las exportaciones netas (y con ello la demanda agregada) si la elasticidad de la demanda de importaciones y de la demanda de exportaciones son suficientemente elevadas.
- 4) (+) *Canal comercial*: En una unión monetaria, una política monetaria expansiva tendría un efecto positivo sobre la demanda agregada de los socios comerciales de un país, por lo que aumentan las exportaciones de éste.
- 5) (+) *Canal de las expectativas*: El canal de las expectativas opera principalmente influyendo en las expectativas a largo plazo del sector privado. En las últimas décadas, este canal ha adquirido especial relevancia para la ejecución de la política monetaria. Su eficacia depende básicamente de la credibilidad de la comunicación del banco central, que fundamentalmente se sustenta en un marco sólido de política monetaria. Por ejemplo, si un banco central disfruta de un alto grado de credibilidad respecto a su compromiso con el objetivo de la política monetaria, esta puede tener un efecto directo importante en la evolución de los precios, reconduciendo las expectativas de los agentes económicos sobre la inflación futura e influyendo con ello en su comportamiento a la hora de fijar precios y salarios. A este respecto, la credibilidad de un banco central en cuanto al mantenimiento de la estabilidad de precios de forma duradera es esencial. Si los agentes económicos creen en la capacidad y en el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios, las expectativas de inflación quedarán firmemente ancladas a la estabilidad. Esto, a su vez, repercutirá en la fijación de precios y salarios, dado que, en un entorno de estabilidad de precios, los agentes no tendrán que ajustar los precios al alza por temor a un aumento futuro de la inflación. En este sentido, la credibilidad facilita la labor de la política monetaria.

**IMAGEN 7.– La transmisión de la política monetaria**  
LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



FUENTE: Banco Central Europeo.



Fuente: <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/preguntas-frecuentes/politica-monetaria-y-estabilidad-precios/como-actua-politica-monetaria.html> / <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf> (pág. 62)

### 2.3. Evolución de la política monetaria común.

#### Canales de transmisión y efectos de la política monetaria del BCE en la economía española.

Seguir del tema de Juan Luis. Copiado hasta la crisis financiera global. El esquema de todos los períodos es: (i) Contexto; (ii) Evolución; (iii) Canales de transmisión; y (iv) Efectos. Se presta especial atención al caso de España.

##### 2.3.1. Hasta la crisis financiera global (1999-2007)

###### Contexto

- En términos generales, la política monetaria del BCE fue excesivamente laxa para la coyuntura española que fue favorable en el período 1999-2007.
  - Esto se debe a la *asimetría del ciclo español* (y de los países periféricos en general) con el de los países centrales<sup>53</sup>.

###### Evolución

- Podemos distinguir las siguientes **etapas**:
  - 1999-2001: Endurecimiento de las condiciones monetarias como reacción a una inflación excesiva y creciente así como por la necesidad de construir una credibilidad antiinflacionista en una institución nueva.

<sup>53</sup> Mientras Alemania, Francia o Italia presentaron en este período tasas promedio de crecimiento del PIB real de entorno al 1 %-1,5 %, en España la tasa promedio superó el 3 %. Por lo tanto, para el caso de España la política monetaria fue más expansiva de lo que aconsejaba su perfil cíclico. La consecuencia fue un *sobrecalentamiento* de la economía que se manifestó en una inflación próxima al 4 % y a una burbuja de crédito por los reducidos tipos de interés, que condujeron a un boom inmobiliario y a un elevado apalancamiento del sector privado.

- 2001-2005: Reducción continuada de los tipos de interés. La inflación estaba bajo control y el crecimiento económico de la eurozona se debilita. En términos reales, los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron en algunos momentos en negativo<sup>54</sup>.

### Canales de transmisión de la política monetaria en España

- En relación con los **canales de transmisión**, podemos destacar lo siguiente:

- 1) Condiciones financieras:
  - a. *Canal de los tipos de interés:* La caída de los tipos de interés propició un aumento de la inversión y el consumo financiado a crédito, elevando la demanda agregada. Especialmente elevada fue la demanda de préstamos hipotecarios. Anticipando una prolongación de esta situación, los promotores inmobiliarios aumentaron las compras de suelo financiadas a crédito.
  - b. *Canal del crédito:* La mayor disponibilidad de liquidez barata por parte de los bancos, actuó como segundo canal de transmisión para el aumento de la inversión inmobiliaria.
- 2) Efecto riqueza: La revalorización de viviendas y otros activos alimentaba el proceso, impulsando la demanda agregada.

### Efectos en España

- Esta política monetaria se vio reflejada en:

- i) Favorecimiento del crecimiento económico: La reducción de los tipos de interés llevó a un mayor consumo y, sobre todo, a una mayor inversión inmobiliaria.
- ii) Reducción de la competitividad: Aparece un diferencial positivo de inflación.
- iii) Aumento de la deuda privada: Derivada de los mecanismos de transmisión que acabamos de comentar. También hubo otras circunstancias que actuaron como catalizadores:
  - Los buenos fundamentos de la economía española.
  - La percepción de la no credibilidad del compromiso a un *no bail-out* a los países de la Eurozona provocó que los financiadores de la economía española no tuvieran reparos en dejar el grifo de financiación abierto.
    - Esto provocó que la prima de riesgo de crédito percibida por los financiadores de las instituciones financieras monetarias españolas fuera de casi cero. Así, los bancos, las cajas de ahorro y las sociedades no financieras pudieron acceder a una oferta casi infinitamente elástica de fondos.
    - Todo ello permitió un endeudamiento creciente frente al área del euro.
    - Antes de que estallara la crisis financiera global, la visión generalmente aceptada, incluida la del propio Banco de España, aceptaba los riesgos derivados de esta dinámica, pero consideraba que en parte era consecuencia lógica de un alto nivel de integración de los mercados monetarios y de deuda del área del euro.
- iv) Aumento del endeudamiento exterior: En 2007 se alcanza un déficit por cuenta corriente de cerca del 10 % del PIB y empeora de manera notable la PIIN de España que pasa del -30 % en 2002 al -60 % en 2007.
- v) Paralización de reformas institucionales: GARICANO, FERNÁNDEZ-VILLAVERDE y TANO SANTOS en "Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone" señalan que las mejores condiciones financieras derivadas de la caída de los costes de financiación por una política monetaria acomodaticia del BCE y la eliminación del riesgo de tipo de cambio llevó a una situación de boom económico y a desincentivar en vez de empujar la realización de reformas estructurales. En lugar de mayor disciplina de mercado como señala el Informe Delors en 1989, las condiciones creadas

<sup>54</sup> Ante el sobrecalentamiento de la economía, el BCE subió los tipos a partir de 2006 2 puntos en poco más de 1 año. Pero se trató de una reacción tardía, pues los excesos ya se habían acumulado. La crisis estallaría en septiembre de 2008 con la caída de Lehman Brothers y el contagio a la economía real.

van en contra de la disciplina (no hay incentivos a la reforma institucional sino al derroche de recursos por la mayor recaudación generada).

### 2.3.2. Comienzo de la crisis financiera global (2008-2010)

#### Contexto

- Crisis financiera y sobre todo a raíz de la crisis de la zona euro, diversas circunstancias van a provocar que el BCE vea necesario introducir una serie de *medidas excepcionales* para cumplir el mandato de mantenimiento de estabilidad de precios.
  - La crisis da lugar a la paralización de la actividad en los mercados interbancarios lo que provoca necesidades de financiación del sistema bancario. Dicha financiación era un requisito previo a reparar el canal de transmisión del crédito de la política monetaria.

#### Evolución

- Para paliar los efectos de la crisis se toman las siguientes **medidas**:
  - 1) La respuesta del BCE de *reducir los tipos de interés* (tanto el tipo oficial, como los tipos de las facilidades) lleva a la imposibilidad de contar con un margen de maniobra para estimular la economía (se llega a un *effective lower bound*) con el tipo repo en el 0 % y el tipo facilidad marginal de depósito en el -0,5 %.
    - Esto fuerza la adopción de medidas de inyección excepcional de liquidez a las entidades bancarias (desde 2008)
  - 2) *Adjudicación plena de las demandas en las subastas semanales del BCE* (2008 hasta hoy)<sup>55</sup>.
  - 3) *Ampliación de la lista de activos de garantías* (i.e. que sirvieran como colateral)<sup>56</sup>.
  - 4) *LTRO 3 años* (i.e. Very Long-Term Refinancing Operations): Inyección de liquidez a plazo más largo a través de la extensión del vencimiento de las operaciones de financiación (3 años en lugar de los 3 meses habituales).
    - Por añadidura, algunas de estas medidas no convencionales, no se llegan a abandonar y se reactivan como veremos a raíz de la crisis del Covid-19.

#### Canales de transmisión de la política monetaria en España

- La transmisión de la política monetaria del Eurosistema a la economía española siguió operando con cierta estabilidad si bien el cambio en el ciclo financiero propició un endurecimiento de las condiciones de financiación.

#### Efectos en España

- 
- 2.3.3. Crisis del euro (2010-2012)

#### Contexto

- A finales de 2009 Grecia anunció una revisión de sus datos de déficit público que la precipitó hacia una severa crisis fiscal. La mala situación fiscal de Grecia desencadenó una reacción adversa en los mercados y el convencimiento de que Grecia no sería capaz de seguir financiando su deuda en el mercado sin apoyo de sus socios de la Unión Monetaria<sup>57</sup>.

<sup>55</sup> Toda la liquidez demandada se concedía mientras se presentaran colateral (i.e. *full allotment*).

<sup>56</sup> Se rebajaron los requisitos desde A- a BBB- para permitir la aceptación, entre otros, de deuda griega como colateral.

<sup>57</sup> Aunque no parecía en principio un problema sistemático (afectaba a una economía con un peso inferior al 4 % en el PIB total) se convirtió en una crisis del área por 2 razones:

- 1) La asistencia financiera que requirió Grecia para evitar la suspensión de pagos suponía un incumplimiento de facto de la cláusula de no ayuda financiera mutua del TUE.
- 2) Rechazo de algunos países como Alemania y Países Bajos respecto a las condiciones para proporcionar la asistencia financiera.

- En unas pocas semanas la inestabilidad en el mercado de deuda pública griego se contagió a todos los mercados de deuda pública de países periféricos con fundamentos y una situación financiera más frágil (entre ellos España).
- Esto provoca una proceso de restricción financiera y monetaria racionamiento drástico para invertir y de refinanciar compromisos de entidades financieras. Llega a la economía real que produjo una segunda recesión y que no se detuvo hasta la segunda mitad del 2012 tras el anuncio del programa OMT por parte del BCE.

### Evolución

- Durante este período se adoptan las siguientes **medidas** de política monetaria:
  - Compras selectivas de valores (2010):
    - i) *Compra de deuda pública de algunos países periféricos* en el mercado secundario para evitar la escalada de la prima de riesgo.
    - ii) *Covered bonds*: Bonos garantizados, que constituyán una fuente importante de financiación de entidades bancarias<sup>58</sup>.
  - Aumento de los tipos de interés (2011): El BCE acuerda sendas subidas de los tipos de interés de 25 pb.
  - Reducción coeficiente caja del 2 % al 1 %.

### Canales de transmisión de la política monetaria en España

- En relación con los **canales de transmisión**, podemos señalar que las medidas adoptadas no pueden evitar:

1) Condiciones financieras:

a. Canal de los tipos de interés.

b. *Canal del crédito*: Se produce una restricción a la oferta de crédito. La explicación se encuentra en la paralización de los mercados interbancarios y en las dificultades que esto ocasiona sobre los bancos comerciales para encontrar liquidez a corto plazo que les permita conceder créditos a los agentes económicos.

2) Efecto riqueza.

3) (+) Canal comercial: La paralización de los mercados interbancarios tuvo un reflejo claro en la balanza de pagos. La posición neta del banco de España frente al Eurosistema se hacía fuertemente deudora (desde 29.000 millones de en 2010 hasta los casi 300.000 millones de euros en 2012). Es decir, la partida de financiación (ante la escasez de crédito) ya no es tanto la cuenta financiera como la posición neta del Banco de España frente al Eurosistema, que es la variable última de ajuste de la balanza de pagos en la unión monetaria en lugar de ser las reservas o las variaciones del tipo de cambio.

### Efectos en España

Caída de la actividad económica

Caída de la inflación.

<sup>58</sup> Dado que su objetivo no era modificar la orientación de la PM, la liquidez inyectada se esterilizó por completo. Después de 2014 se deja de esterilizar.

### 2.3.4. Despues de la crisis financiera global (2012-2020)

A partir de aquí, ver Juan Luis, páginas 9 a 11 (y conocer mínimamente lo que pasa después de la COVID-19). A largo plazo, lo óptimo sería coordinarlo bien, incluyendo en este apartado todo: lo que hay escrito aquí, lo del tema de Juan Luis y lo del apartado **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia..**

#### Introducción

- La crisis económica tuvo las siguientes consecuencias:
  - o Aumento de la prima de riesgo de los países periféricos y contagio.
  - o Ruptura del canal de transmisión entre la política monetaria y la economía real.
  - o Trampa de la liquidez.
- Las medidas no convencionales del BCE han ido dirigidas a resolver estos 3 problemas. Estas políticas se pueden dividir en 2 grandes grupos:
  - o Compra masiva de activos y el mantenimiento de estos hasta vencimiento.
  - o Las inyecciones extraordinarias y condicionadas de liquidez.

#### Periodo 2009-2014

##### Implementación de medidas

- Programas de compra activos
  - o “Covered Bonds Purchase Programme” (CBPP)
    - Compra de deuda bancaria garantizada por hipotecas del sector privado en el mercado secundario con el objetivo de reactivar el crédito.
      - CBPP 1 (2009): El importe total fue de €60.000 millones y el programa ha finalizado.
      - CBPP 2 (2011): El importe total fue de €16,000 millones y el programa ha finalizado.
      - CBPP 3 (2014): Iniciado en 2014 pero en curso hasta diciembre de 2018 como pilar fundamental del QE, el importe total es de 260.000 millones de euros.
  - o “Securities Market Programme” (SMP) y “Outright Monetary Transaction” (OMT)
    - SMP (2010): Se establece el primer programa de compra de deuda pública de países periféricos en mercado secundario.
    - OMT (2012): Sustituye al programa SMP con la única diferencia de la condicionalidad que exige a los países.
    - Las últimas operaciones de ajuste finalizaron en 2014.
  - o “Asset Backed Securities Purchase Programme” (ABSPP)
    - Compra de deuda bancaria garantizada por una cartera de préstamos a empresas.
    - En curso como parte del programa QE hasta diciembre del 2018.
- Inyecciones de liquidez
  - o “Long Term Refinancing Operations” LTROs (2011-2012)
    - Operaciones de financiación a tres años a un tipo de interés reducido pero mayor al oficial.

- No obstante, estas inyecciones de capital fueron utilizadas por los bancos para sanear sus balances y cumplir con los requisitos de capital y no para prestar a la economía real por lo que fueron sustituidos por los TLTROs.
- El programa LTRO sigue activo pero no se ha vuelto a realizar ninguna subasta debido a los inconvenientes mencionados.
- “Targeted Long-Term Refinancing Operations” TLTROs (2014)
  - TLTROs I: Primer programa de TLTROs, el cual surge para evitar el problema de los “LTROs” mencionados anteriormente.
  - Principales diferencias:
    - Condicionados a la concesión de crédito bancario al sector privado de la economía.
    - Además, el vencimiento será de cuatro años y no de tres.
  - Las inyecciones de liquidez fueron a un tipo reducido, pero con un diferencial del 0.1 % wrt. las operaciones principales de financiación.

#### Resultado

- No obstante, a finales de 2014 estaba claro que los programas TLTROs, ABSPP y CBPP3 no eran suficientes para la consecución de los objetivos de inflación y reactivación de la economía.
  - Por todo ello y con el fin de una vez por todas elevar las expectativas inflacionistas y con ello el nivel general de precios, se lleva a cabo una nueva ronda de medidas de política monetaria no convencional.

### Periodo 2015-2018

#### Introducción

- En marzo de 2015, el BCE anunció la implementación de un nuevo paquete de medidas compuesto por:
  - El programa de compras de activos (APP también llamado QE).
  - La extensión de los programas TLTROs a un tipo menor.
- El programa de compra de activos finalizó en diciembre de 2018.

#### Programa de compras de activos “APP” (2015-2018)

- El programa de compras de activos APP podría dividirse en cinco fases en las cuales se ha modificado tanto el horizonte temporal como la cuantía:
  - Primera fase:
    - Marzo de 2015 hasta marzo de 2016 con compras mensuales de activos equivalentes a los 60.000 M de euros.
  - Segunda fase:
    - Extensión de la fecha límite hasta marzo de 2017 y aumento del importe mensual de compras hasta los 80.000 M de euros.
  - Tercera fase:
    - Extensión de la fecha límite hasta diciembre de 2017 y disminución del importe mensual de compras hasta los 60.000 M de euros.
  - Cuarta fase:

- Extensión de la fecha límite hasta octubre de 2018 y disminución del importe mensual de compras hasta los 30.000 M de euros.
- Quinta fase:
  - Extensión de la fecha límite hasta diciembre de 2018 y disminución del importe mensual de compras hasta los 15.000M de euros.
- El programa de compra de activos está compuesto por:
  - Los programas CBPP3 (8 %) y ABSPP (2 %)
    - Anteriormente mencionados y siguen enfocados en la compra de deuda bancaria respaldada o bien por hipotecas o bien por una cartera de préstamos a empresas.
  - Activos públicos: PSPP (Public Sector Purchase Programme) (80 %)
    - Compra de deuda soberana de países del euro y emisiones de las agencias públicas de carácter supranacional como el MEDE y el BEI.
    - Se comprarán en proporción al peso que cada país tiene en el capital del BCE. Adquirirá únicamente bonos con rating BBB o superior en el mercado secundario.
    - De los **2,5 billones de euros**, 250.000 millones de euros fue a parar a la compra de deuda española.
  - Activos corporativos: CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) (10 %)
    - Programa implementado por primera vez en junio 2016.
    - Incluye la compra de deuda corporativa en su plan de activos.
      - Adquisición de bonos denominados en euros con grado de inversión emitidos por las sociedades no bancarias establecidas en la zona euro.
    - NOTA: Compra de activos en mercados primarios y secundario salvo si empresa pública.

#### Inyecciones de liquidez: Nueva serie de "TLTROs" (2016)

- Nueva serie de TLTROs: TLTROs II:
  - La principal diferencia con el anterior programa es la eliminación del diferencial del 0,1 % wrt. las operaciones principales de financiación e incluso la reducción del tipo hasta un mínimo de -0,4 %.
  - La cuarta y última ronda de este instrumento fue en marzo 2017.

#### Evaluación

- La efectividad de la política monetaria no convencional ha quedado en entredicho.
  - Aún persisten datos débiles de crecimiento económico en algunas zonas del euro y la inflación se ha situado hasta hace poco en datos muy por debajo del objetivo del 2 %.
  - En agosto 2018 alcanzó el 2 %, no obstante, la inflación subyacente (ajustada por los precios de la energía entre otros) se sitúa en el 1 %.

## Los instrumentos y política monetaria

### Introducción

- De acuerdo con la comunicación del Consejo de Gobierno de Marzo de 2019, la política monetaria del BCE **se instrumentará a través de tres canales**: Tipos de interés, nueva inyección de liquidez a la banca y política de reinversión de activos.

### Tipos de interés

- En el caso de los tipos de interés, el BCE comunicó que aplazará la subida de tipos al menos a 2020.

### Nueva ronda de liquidez a largo plazo para la banca: Nuevo TLTRQ

- Principales características

- o Subastas de septiembre hasta marzo de 2021.
- o La banca podrá obtener financiación por un importe de hasta el 30 % de su cartera de créditos.
- o Condicionada a que las entidades lo transmitan a la economía real.

### Política de reinversión de activos

- En el caso de la reinversión íntegra de activos, el BCE anunció en la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2018 su intención de mantener dicha política durante un “período de tiempo prolongado”.
- A lo largo de 2019 la reinversión del principal de los vencimientos de la deuda adquirida sumará un total de 200 mil millones de euros.
  - o Del total de reinversiones estimadas en 2019, el programa de compras de deuda pública (**PSPP** por sus siglas en inglés) sumará un total de 170.000 millones de euros a lo largo de los próximos doce meses.
  - o Las compras por reinversión de vencimientos de **deuda corporativa** llegarán a 6.000 millones.

## Valoración

- El conjunto de estas medidas ha sido, por lo general, beneficioso para España y otros países de la zona euro en dificultades por la crisis de deuda soberana.
  - o Entidades financieras
    - Ha permitido a las entidades financieras cubrir los vencimientos de deuda y les ha dado tiempo para reforzar su balance, proporcionándoles ingresos con bajo riesgo, a través del carry trade con deuda pública.
  - o Países
    - Los países también se han beneficiado, al ver caer las primas de riesgo de la deuda pública.
  - o Economía real
    - Sin embargo, una gran parte de esa ingente liquidez no ha llegado a las empresas y los hogares.
- De cara a revisar algo más en profundidad estos efectos analizaremos el Informe Anual del BdE de 2015 que sirvió como evaluación de éstas políticas.

## **Diferencias en la transmisión de la política monetaria en España desde su pertenencia a la UEM**

- Existen diferencias debido principalmente a:
  - Efecto riqueza:
    - Mayor peso de los instrumentos de renta variable y la importancia de la riqueza inmobiliaria.
  - Efecto sustitución:
    - El aumento de la capacidad de endeudamiento de hogares y empresas ha propiciado que las decisiones de gasto dependan en menor medida de los ingresos corrientes, potenciando los efectos sustitución sobre el consumo y coste de uso sobre la inversión.
  - Efecto renta dotación:
    - La estabilidad ha elevado el endeudamiento de familias y empresas provocando así un mayor efecto renta dotación.
  - Grado de apertura
    - En el sector empresarial, junto al aumento de los canales riqueza y coste de uso y renta, también se observa un mayor efecto del canal tipo de cambio, al haber aumentado el **grado de apertura** de la economía.

### **Efectos de la política monetaria hasta la crisis**

- En los dos primeros años desde su creación, el BCE subió los tipos de interés. Pero a partir de 2001 los disminuyó progresivamente hasta el 2 %, dándose en la Eurozona una asincronía de ciclos:
  - Mientras Alemania, Francia o Italia presentaron en este período tasas promedio de crecimiento del PIB real de en torno al 1-1,5 %, en España la tasa promedio superó el 3 %.
  - Por lo tanto, para el caso de España la política monetaria fue más expansiva de lo que aconsejaba su perfil cíclico.
- La consecuencia fue un **sobrecalentamiento de la economía** que se manifestó en una **inflación próxima al 4 %** y a una **burbuja de crédito** por los reducidos tipos de interés, que condujeron a un boom inmobiliario y a un elevado apalancamiento del sector privado.
  - Ante el **sobrecalentamiento de la economía**, el BCE subió los tipos a partir de 2006 dos puntos en poco más de 1 año.
  - Pero se trató de una **reacción tardía**, pues **los excesos ya se habían acumulado**. La crisis estallaría en septiembre de 2008 con la caída de Lehman Brothers y el contagio a la economía real.

#### **2.3.5. A partir de la pandemia**

#### **Covid-19. "El año 2020, en síntesis" por CHRISTINE LAGARDE en Abril 2021**

- En 2020, la economía de la zona del euro se vio golpeada por la extraordinaria y grave perturbación originada por la pandemia de coronavirus (COVID-19).
  - El PIB de la zona del euro se contrajo un 6,6 % en 2020.
  - La inflación general anual se redujo al 0,3 %, desde el 1,2 % de 2019,
    - resultado del descenso de los precios de la energía,

- los sectores más duramente afectados por la crisis, (transporte y la hostelería), contribuyeron a la caída de la inflación en 2020.
- La respuesta firme y coordinada
  - de las política monetaria y PF, junto con las noticias positivas sobre las vacunas, ayudaron a estabilizar la actividad en el segundo semestre.
- política monetaria del BCE
  - Relajó considerablemente la orientación de su política monetaria para contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la Z€ mediante un amplio conjunto de medidas que se recalibraron a lo largo del año, que incluyen:
    - Un nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia de carácter temporal, que vemos a continuación
    - Relajación de los criterios de admisión de los activos de garantía,
    - Nuevas operaciones de financiación a plazo más largo.
- Las políticas
  - Macroprudenciales
    - Se centraron en mantener el flujo de crédito a la economía,
  - Microprudenciales
    - La Supervisión Bancaria del BCE introdujo medidas microprudenciales para moderar el impacto de la crisis y promover la resiliencia del sector bancario europeo.

### Ayudar a la economía a absorber la perturbación de la crisis Covid-19

#### Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP

- El programa de compras de emergencia frente a la pandemia PEPP, con un importe de 1.850.000 millones de euros, tiene el objetivo de:
  - Reducir el coste de financiación
  - Aumentar la concesión de crédito en la zona del euro.
    - Así ayudar a su vez a que los ciudadanos, las empresas y las AAPP tengan acceso a los fondos que necesitan para afrontar la crisis. Este programa complementa los programas de compras de activos que aplicamos desde 2014.

#### ¿En qué consiste?

- En el marco del PEPP compramos distintos tipos de activos.
  - Bonos directamente a los bancos, poniendo a su disposición fondos adicionales que pueden prestar a empresas y hogares.
  - Bonos de empresas, ofreciéndoles una fuente de financiación adicional.
    - Estos dos tipos de compras contribuyen a estimular el gasto y la inversión, a fin de respaldar el crecimiento de la economía.

#### Tipos de interés

- Hemos mantenido nuestros tipos de interés oficiales en niveles históricamente bajos para que los costes de financiación sigan siendo reducidos.
- Nuestros tipos influyen en el coste de los préstamos.
  - Unos tipos bajos hacen que sea más fácil para los ciudadanos y las empresas obtener crédito y deberían respaldar el gasto y la inversión.

#### Respaldar el acceso al crédito para las empresas y los hogares

- Hemos relajado los criterios referidos a los activos que los bancos nos ofrecen como garantía cuando les prestamos dinero. Estamos ampliando de forma temporal la lista de activos que los bancos pueden usar como garantía.

- También estamos aplicando una medida menos estricta para determinar el valor de estos activos (lo que se conoce como «recortes de valoración»).

*Asegurar que las preocupaciones a corto plazo no impidan la concesión de crédito*

- En tiempos de elevada incertidumbre, los bancos pueden encontrar más dificultades para obtener los fondos para cubrir sus necesidades a corto plazo.
  - o Nuestro objetivo es ayudar a los bancos solventes a solucionar posibles problemas temporales, ofreciéndoles distintas posibilidades de financiación inmediata a tipos favorables. Así, los bancos siguen concediendo préstamos a los hogares y las empresas que los necesitan.

*Aumentar la capacidad de financiación de los bancos*

- Estamos siendo, de manera temporal, menos estrictos en relación con el importe de los fondos o «capital» que los bancos están obligados a mantener como red de seguridad para tiempos difíciles.
- También estamos dando más flexibilidad a los bancos en relación con los calendarios, los plazos y los procedimientos de supervisión.
  - o Todas estas medidas ayudan a los bancos a centrarse en su función fundamental de conceder financiación en este período extraordinario. Esperamos que los bancos usen todos los fondos liberados para absorber pérdidas y respaldar la economía y que no paguen dividendos.

*Mantener la estabilidad financiera mediante la cooperación internacional*

- En tiempos de gran incertidumbre, los clientes pueden aumentar la demanda de activos en moneda extranjera. Si los bancos no cuentan con reservas suficientes en moneda extranjera para satisfacer el incremento de la demanda, podría aumentar la inestabilidad de los mercados. Por ello, los bancos centrales han creado las llamadas líneas de swaps de divisas, que permiten al BC de un país intercambiar reservas en moneda nacional por la de otro BC, asegurando así que los BC puedan satisfacer un aumento de la demanda.
  - o Recientemente hemos reactivado algunas líneas de swap de divisas y reforzado las líneas existentes con BC de todo el mundo en respuesta a la difícil situación que estamos atravesando.

## Revisión 2021 de la estrategia de política monetaria del BCE

### Justificación

- Desde la anterior revisión de la estrategia, en 2003, la economía de la zona del euro y la economía mundial han experimentado profundos cambios estructurales. La disminución del crecimiento tendencial, que puede asociarse a:
  - o menor crecimiento de la productividad
  - o factores demográficos
  - o legado de la GCF
- Han empujado a la baja los tipos de interés reales de equilibrio.
  - o Así, se ha reducido el margen que tienen el BCE y otros BC para lograr sus objetivos basándose exclusivamente en las variaciones de los ti.
- Además, la globalización, la digitalización, la amenaza para la sostenibilidad ambiental y los cambios del sistema financiero plantean retos para la política monetaria.

### Revisión de la estrategia de política monetaria

- Clave de la reforma
  - o Objetivo de inflación del 2 % a medio plazo.

- Compromiso simétrico: considera que las desviaciones positivas y negativas wrt objetivo son igualmente indeseables.
- Objetivo:
  - Se pretende que este objetivo proporcione un ancla clara para las expectativas de inflación.
- Implicación:
  - Cuando la economía se aproxima al límite inferior, son necesarias medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes para evitar que se afiancen las desviaciones negativas del objetivo de inflación. Esto también puede implicar un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo.

#### Orientación a medio plazo de su estrategia de política monetaria

- De esta forma se da cabida a las inevitables desviaciones a corto plazo de la inflación con respecto a su objetivo, así como a los retrasos y a la incertidumbre en la transmisión de la política monetaria a la economía y a la inflación.
- La flexibilidad de la orientación a medio plazo tiene en cuenta que la respuesta de política monetaria adecuada ante una desviación de la inflación con respecto al objetivo es específica para cada contexto y depende del origen, la magnitud y la persistencia de la desviación.

#### Otras novedades a destacar

- En el análisis de variables de referencia:
  - Reconocimiento de que la estabilidad financiera es una condición indispensable para la estabilidad de precios.
- El cambio climático
  - tiene profundas implicaciones para la estabilidad de precios a través de su impacto en la estructura y en la dinámica cíclica de la economía y del SF.
  - El BCE quiere tener plenamente en cuenta las implicaciones del cambio climático y de la transición hacia una economía baja en carbono para la política monetaria y la actividad de banca central. Por tanto, el Consejo de Gobierno se ha comprometido con un ambicioso plan de actuación climática.
- Transparencia: Actividades de divulgación se conviertan en una característica estructural de la interacción del Eurosistema con los ciudadanos.
  - En el blog BCE, se publicaron entradas sobre respuesta BCE a la crisis.
  - El portal «El BCE te escucha» recibió cerca de 4.000 comentarios sobre la estrategia de política monetaria.

#### Evaluar la política monetaria del BCE

- El Consejo de Gobierno tiene previsto evaluar periódicamente la idoneidad de su estrategia de política monetaria, y prevé realizar la siguiente evaluación en 2025.

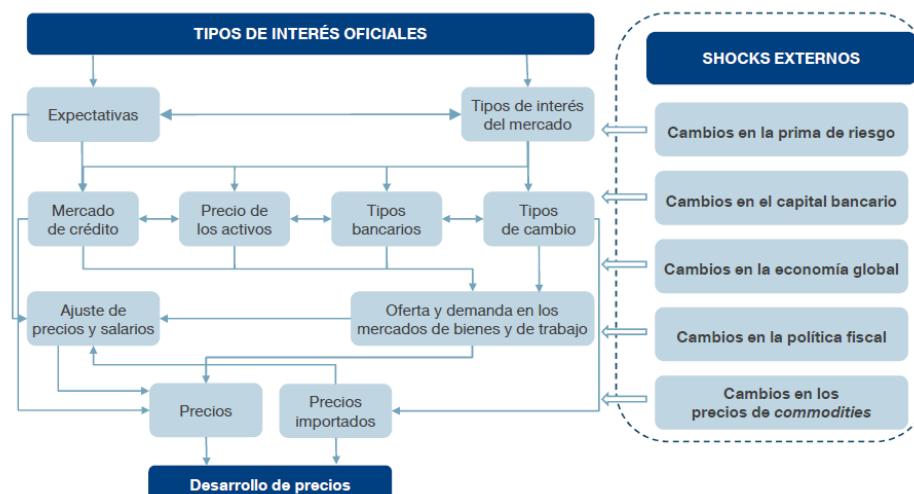
#### 2.3.6. La política monetaria del BCE shock inflacionario

[https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/22/Fich/InfAnual\\_2022\\_Cap3.pdf](https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/22/Fich/InfAnual_2022_Cap3.pdf)

- Causas inflación actual:
  - Efecto denominador
  - Desajuste oferta - demanda
    - PE expansivas y el ahorro embalsado, se ha recuperado más rápido que la OA, restringida por cuellos de botella.

- Aumento del precio de las mmpp (energéticas y alimentos), debido a:
  - Conflictos geopolíticos (reducción del suministro, aumento de la incertidumbre, sanciones),
  - Falta de mantenimiento de estructuras energéticas durante los períodos de confinamiento
  - Disminución paulatina de la inversión en extracción de combustibles fósiles (por la transición verde)
  - Invasión de Rusia a Ucrania.
- Respuesta de la política monetaria del BCE:
  - Quantitative tightening:
    - Subida de tipos.
    - Contracción de balance.
  - Fin del forward guidance:
    - Meeting by meeting approach y data dependent.

IMAGEN 8.– *La transmisión de la política monetaria*  
LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



FUENTE: Banco Central Europeo.

Fuente: <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/preguntas-frecuentes/politica-monetaria-y-estabilidad-precios/como-actua-politica-monetaria.html> / <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf> (pág. 62)

### 3. EL PAPEL DEL BANCO DE ESPAÑA EN EL EUROSISTEMA

#### 3.1. Funciones propias y ajenas en materia de política monetaria

- La Ley de Autonomía del Banco de España de 1994, modificada de manera notable en 1998 y en menor medida en ocasiones sucesivas, detalla las funciones del BdE con el fin de garantizar su plena integración en el SEBC.
  - Según el artículo 7 de la ley, el Banco de España pasa a tener **funciones propias como miembro del SEBC y otras funciones ajenas al Eurosistema**, pero que respetan las primeras.
- **Funciones propias como miembro del Eurosistema:**
  - Política monetaria: Definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad.
  - Divisas: Realizar las operaciones de cambio de divisas y poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas del Estado.
  - Emisión de los billetes de curso legal: El BCE aprueba el volumen de emisión de billetes, mientras que la puesta en circulación recae en los bancos centrales nacionales de la Eurozona.

- Elaboración de estadísticas: Elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de las funciones del SEBC.
- Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos. Los sistemas de pago son un medio de transferencia de dinero entre las entidades de crédito y otras instituciones monetarias, lo que los sitúa en el centro de la infraestructura financiera de la economía. Procurar su buen funcionamiento supone velar por su seguridad y eficiencia con el fin de garantizar la estabilidad del sistema financiero y, por consiguiente, del conjunto de la economía.

#### ▪ Funciones ajenas –pero que no pueden entrar en conflicto– al Eurosistema:

- Gestión de reservas: Poseer y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos no transferidas al Banco Central Europeo.
- Informes y estudios: Asesorar al Gobierno, así como realizar los informes y estudios que resulten procedentes.
- Sistema financiero: Promover el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero.
- Deuda pública: Contribuye con sus medios a facilitar los procesos de emisión, amortización y gestión. Es el encargado de gestionar la Central de Anotaciones y de supervisar el mercado de deuda pública anotada.

### 3.2. Ejecución descentralizada de la política monetaria

- La ejecución descentralizada de la política monetaria única se ha hecho mucho más visible con la crisis del euro y con la fuerte expansión del balance del Eurosistema como consecuencia de los programas de *Quantitative Easing*. Los bancos centrales nacionales han ido ganando discrecionalidad y responsabilidad financiera.
  - o Así, hasta la crisis del euro, todas las operaciones se realizaban de acuerdo al principio de compartir al 100 % ganancias y posibles pérdidas y mediante la elección del BCE de los valores a adquirir.
  - o Sin embargo, en 2011, el BCE autoriza bajo ciertos requisitos la libre elección de activos en los programas de compras por los bancos centrales nacionales dentro del marco de la ejecución de estos programas.
- En particular, como hemos visto anteriormente, desde el 2014 hasta el 2018, el BCE junto con los bancos centrales nacionales ha realizado compras mensuales de activos de diversa índole.
  - o Pues bien, mientras que para los demás programas que forman parte del *Quantitative Easing*, el BCE se encarga de la compra de los activos y se comparten riesgos, para el PSPP, el BCE apenas se encarga del 20 % de las compras, dejando a los BCN –y en nuestro caso, al Banco de España– la compra (y el eventual riesgo) del 80 % restante.
  - o Una consecuencia de la implementación de este programa es el nuevo aumento del saldo deudor de España en TARGET2, el sistema de pagos mayoristas brutos en tiempo real del área euro.

### 3.3. Supervisión bancaria

- En materia de **supervisión bancaria**, con la llegada de la crisis, se creó un Mecanismo Único de Supervisión (MUS) integrado en el BCE que se encargase de supervisar al conjunto de las entidades más significativas de la zona del euro y de otros países cuya moneda aún no sea el euro, que pueden decidir participar.
- No obstante, el *Banco de España conserva funciones de supervisión*.
  - o Por un lado, colabora con el MUS en la supervisión de las entidades más significativas y participa en los órganos de gobierno del MUS.

- Por otro lado, supervisa a las entidades menos significativas en colaboración con el BCE (de hecho el BCE se puede hacer cargo de la supervisión directa<sup>59</sup>).

## CONCLUSIÓN

### ▪ Recapitulación (Ideas clave):

- De la evolución de la política monetaria en España podemos señalar 2 *puntos de inflexión*:
  - En la década de 1970, España logró modernizar su política monetaria en unas condiciones adversas que incluían inflación elevada, necesidades crecientes de endeudamiento público y tensiones en los salarios.
  - En 1999, la entrada en la Unión Económica y Monetaria. El Banco de España se integró en el Eurosistema y se delega la ejecución de la política monetaria en este. Desde entonces, España forma parte de una de las áreas monetarias más potentes del mundo, lo que permite a la economía española contar con un marco permanente de estabilidad monetaria y conseguir que la inflación no sea un problema.
- No obstante, la experiencia desde 1999 ha demostrado que no todos los problemas quedan resueltos, pues una política monetaria única en un entorno de política fiscal y mercados de deuda pública nacionales genera también nuevos riesgos para la estabilidad financiera y macroeconómica.
  - Por ello, en los últimos años, la UE ha llevado a cabo una serie de reformas con el fin de superar las limitaciones con las que nació la Eurozona, como el pacto fiscal, la Unión Bancaria y otras reformas que han fortalecido la arquitectura de la Eurozona.

### ▪ Relevancia:

—

### ▪ Extensiones y relación con otras partes del temario:

- ¿Cuáles son los principales factores que permiten a una determinada moneda alcanzar tal dimensión internacional? Los diversos trabajos que han analizado esta cuestión suelen coincidir en resaltar los siguientes<sup>60</sup>:
  - i) *Peso en la producción y comercio mundial de la zona emisora*. Cuando un país representa un porcentaje considerable del PIB mundial y del comercio internacional, su moneda tendrá una mejor posición de partida para ser empleada fuera de sus fronteras.
  - ii) *Confianza en la estabilidad del valor futuro de esa divisa*. Aquí desempeñan un papel fundamental las políticas macroeconómicas que ayuden a evitar la inflación y el deterioro del tipo de cambio.
  - iii) *Externalidades de red*. Una vez que los determinantes anteriores permiten a una moneda ser utilizada internacionalmente, existe una gran inercia que le ayudará a mantener su posición. La utilidad que se deriva de su uso será mayor cuantos más la empleen y acepten. Sin embargo, aunque lo anterior es cierto en las funciones de unidad de cuenta y medio de pago, en el caso del depósito de valor puede ser interesante diversificar monedas para cubrirse frente al riesgo.

<sup>59</sup> Además, el BCE puede añadir objeciones a las medidas implementadas a nivel nacional e incluso cuando lo considere necesario, incrementar las restricciones sobre aquellas que estén cubiertas por la legislación europea, como es el caso de los requisitos de capital.

<sup>60</sup> El dinero desempeña 3 funciones esenciales [ver tema 3.A.34]: *unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor*. Una divisa de uso internacional puede ser utilizada voluntariamente por los agentes privados o públicos extranjeros para desempeñar dichas funciones fuera de la zona en que ha sido emitida.

- Los agentes privados no residentes, por ejemplo, la usan como unidad de cuenta para denominar en ella las operaciones internacionales de tipo comercial o financiero, como medio de pago al utilizarla para facturar esas operaciones, como depósito de valor al acumular sus ahorros en ella.
- Los gobiernos, por su parte, pueden emplearla como referencia frente a la que fijar el tipo de cambio de su propia moneda, para realizar sus operaciones de intervención en el mercado de divisas o para acumular reservas internacionales.

- iv) *Profundidad y liquidez de los mercados financieros del emisor.* Unos mercados financieros desarrollados y sin controles a los movimientos internacionales de capitales también facilitan alcanzar el status de divisa internacional.
- Desde el nacimiento del euro en 1999, ha existido un encendido debate sobre sus posibilidades de convertirse en una moneda de uso internacional, que incluso amenazase la hegemonía alcanzada por el dólar tras el fin de la Segunda Guerra Mundial.
  - De hecho, siguiendo los determinantes expuestos, la Unión Europea compite con Estados Unidos en los 2 primeros:
    - i) La Unión Europea tiene una producción conjunta comparable a la de Estados Unidos y es superior en términos de presencia en los flujos internacionales de comercio.
    - ii) La estabilidad del euro es notable pues, desde que existe, la inflación en la eurozona se ha mantenido baja; el diseño institucional, gracias a la independencia del BCE y a la existencia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, favorece que esa estabilidad se pueda mantener en el futuro.
  - Sin embargo, el dólar, la divisa hegemónica durante décadas disfruta, sin embargo, de ventaja en los 2 factores restantes:
    - iii) Cuenta con mayores externalidades de red.
    - iv) El otro punto débil del euro tiene que ver con la falta de integración de los mercados financieros europeos (especialmente los de deuda pública). Completar la Unión Bancaria europea, realizar la Unión de los Mercados de Capitales y poner en marcha las reformas tendentes a ir creando una política fiscal común (incluyendo la emisión de eurobonos) ayudaría a disminuir esa fragmentación y permitiría al euro aprovechar mejor su potencial para retar al dólar como primera divisa mundial.
- Si el resto de países acepta usar la moneda emitida domésticamente, esto permite al emisor obtener algunas **ventajas**:
  - *Señoreaje.* Emite en el exterior billetes (títulos de deuda sin intereses) a cambio de recursos reales, como los bienes importados. Estas rentas del señorío no tienen una cuantía muy significativa. El emisor también puede colocar fuera de sus fronteras títulos de deuda denominados en su propia moneda que pagan intereses, pero menores (al estar libres del riesgo cambiario). Este tipo de deuda, además, puede reducirse en términos reales mediante la inflación no esperada.
  - *Riesgo cambiario y costes de transacción.* La mayor ventaja reside en la eliminación del riesgo cambiario y de los costes de transacción por cambio de monedas en todas aquellas operaciones comerciales o financieras internacionales que sea posible realizar en la propia moneda.
  - *Ventajas geopolíticas.* Aumenta la influencia global y el prestigio del país emisor.
- La hegemonía monetaria vendrá acompañada, así mismo, de algunos **inconvenientes**:
  - *Carga de responsabilidad.* Las autoridades económicas domésticas, en particular las monetarias, deberán tener en cuenta los efectos de sus políticas sobre la economía mundial. Un ejemplo actual de esta carga es la repercusión que las decisiones de la Reserva Federal están teniendo sobre numerosos países emergentes.
  - *Mayor volatilidad en la demanda de esa divisa.* Esto, a su vez, puede traducirse en una mayor volatilidad de la oferta monetaria o del tipo de cambio (dependiendo de que el régimen cambiario sea fijo o flotante). En este segundo caso, una fuerte entrada de capitales puede provocar la apreciación del tipo de cambio, deteriorando la

competitividad de los exportadores de bienes y servicios en los mercados internacionales.

- Las ventajas anteriores pueden justificar que se diseñen políticas europeas para promover el uso internacional del euro. Tradicionalmente, el Banco Central Europeo ha mantenido una postura de neutralidad al respecto. Más recientemente, la Comisión Europea ha comenzado a propugnar una política más activa de promoción del euro.
- <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/el-euro-digital--que-es-y-que-nos-aportaria.html>

- ***Opinión:***

–

- ***Idea final (Salida o cierre):***

- El balance de estos últimos 20 años es, por un lado, positivo en términos de evitar una inflación elevada y reducir los costes de financiación, pero por otro lado, un balance no tan positivo, en términos de la adecuación de la política monetaria a la realidad española o en términos de efectividad por los problemas en los canales de transmisión.

## Bibliografía

Tema María Palacios Carrere

Tema Juan Luis Cordero

### Preguntas de otros exámenes

#### Anexos

##### A.1. Anexo 1: Efecto de la entrada en la UEM sobre la balanza de pagos

- En términos de balanza de pagos, desde la entrada en vigor de la UEM, la contrapartida de todas las operaciones deja de ser la variación de reservas y pasa a ser la *variación de los activos del Banco de España frente al Eurosistema*.
  - Por tanto, los desequilibrios en la balanza de pagos no afectan ni a las reservas ni al tipo de cambio, sino a esta cuenta, que se registra en el sistema contable TARGET.
  - Por tanto, si el total de ingresos por cuenta corriente y la variación neta de pasivos(es decir, el lado de la financiación) son inferiores a los pagos por cuenta corriente y la variación neta de activos, entonces la diferencia se cubre con un aumento de los pasivos del BCE frente al Eurosistema. Estas variaciones contables reflejan que dentro de la UEM, los desequilibrios de pagos se cubren con entradas netas de euros procedentes del resto del área<sup>61</sup>.

##### A.2. Anexo 2: TARGET 2 y los saldos intra-sistema del Banco de España

- Dentro del euro, el saldo neto de las operaciones de los residentes en España con los residentes en el resto de los países, genera un apunte contable recogido como la variación de un saldo entre cada BCN y el BCE. Estos saldos intra-sistema, necesarias para asegurar la identidad activos/pasivos de los BCNs y un reparto adecuado del señoreaje, desaparecen cuando los balances se agregan en el balance consolidado del Eurosistema, pues la suma de los saldos positivos es igual a la suma de los saldos negativos.
- Los saldos intra-sistema son principalmente de 2 tipos:
- Saldos procedentes de TARGET2: Son el resultado de las variaciones del saldo neto de las operaciones vivas liquidadas en TARGET2, cuya entidad de contrapartida es el BCE.
- Estas operaciones pueden ser operaciones interbancarias privadas u operaciones de PM entre el BDE y una contrapartida privada. Cuando los bancos comerciales aumentan sus depósitos en el banco central, saldo positivo en el activo frente al Eurosistema, remunerado al tipo de interés de referencia.
- -Saldos del ajuste en el señoreaje procedente de los billetes en circulación
- Tanto el BCE como los BCNs emiten billetes en euro. Solo los BCNs los ponen en circulación en función de la demanda. La diferencia entre la emisión asignada de billetes y la puesta en circulación real produce un saldo intra-sistema, lo que resulta necesario para un reparto equitativo del señoreaje asociado a la emisión de billetes. Si un BCN pone más billetes en circulación que su emisión asignada, entonces el exceso se apunta como un pasivo frente al Eurosistema. Si por el contrario, pone en circulación menos billetes de los que se le han asignado, la diferencia figura en el balance como un activo frente al Eurosistema. Los saldos se remuneran también al tipo de interés de referencia de las operaciones principales de financiación del BCE.
- En tiempos normales en los que los mecanismos básicos para la transmisión de la política monetaria funcionan de manera ordenada, estos saldos reflejan aspectos técnicos de la estructura monetaria y financiera de cada país sin mayor trascendencia. Pero en las

<sup>61</sup> Esto es importantísimo entenderlo. Es cuando no te puedes financiar vía pasivos (bancos alemanes) cuando te sube mucho el saldo deudor de TARGET.

condiciones imperantes desde el inicio de la crisis, los saldos intra-sistema se convirtieron en un factor de distorsión, al pasar a interpretarse en términos de financiación entre EEMM y posibles riesgos asociados.

- Hasta 2007, saldos intrasistemas moderados. Los países con elevados déficits por CC atraían sin dificultad financiación privada de los países con superávit.
- El estallido de la crisis- fuertes o pasivos en España, Grecia, Port, Italia- activos del Bundesbank- saldo deudor del BDE llegó a los 300.000 millones de euros, debido a la reducción de la financiación privada de no residentes de la eco española, que fue suplida con financiación del Eurosistema. La OMT permitió una reducción del saldo, pero la ejecución del PSPP ha vuelto a impulsar al alza los desequilibrios: mientras el BDE llegó a 400.000 millones de euros, Bundesbank superaba los 800 millones de euros de activo.<sup>62</sup>

---

<sup>62</sup> El volumen de reservas excedentes de las entidades españolas en el banco central apenas se ha elevado desde entonces, lo que indica que la liquidez neta inyectada ha fluido hacia agentes residentes en otros países de la UEM, para cancelar deudas. Esto ha supuesto un aumento de la posición deudora del BdE frente al resto del Eurosistema ya que las cancelaciones de deuda se traducen en salidas de capitales privadas hacia los países acreedores, que deteriora el saldo Target. cancelación de pasivos interbancarios con entidades no residentes por parte de las EC españolas.