



UNIVERSIDAD DE JAÉN
Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas

Trabajo Fin de Grado

POLÍTICA MONETARIA DE LA UNIÓN EUROPEA

Alumno: José María Lucas Santiago

Junio, 2016

RESUMEN

El objetivo del Trabajo Fin de Grado (TFG) es el estudio de la política monetaria de la UE, más concretamente, se va a centrar en un análisis de la evolución de la política monetaria única, junto con los instrumentos utilizado por el Banco Central Europeo (BCE) en esta materia. Otra de las cuestiones, de gran trascendencia, es el estudio de las medidas no convencionales que tuvo que adoptar esta institución para hacer frente a los graves desequilibrios que se produjeron en Europa como consecuencia de la crisis económica, que tuvo su inicio en el año 2009. Estas medidas, tanto las convencionales como las de carácter excepcional, han tenido como fin el cumplimiento de los objetivos de los países de la Unión Europea (UE), concretamente el de la estabilidad de precios.

ABSTRACT

The objective of this research is the study of the EU's monetary policy, more specifically, will focus on an analysis of the evolution of the single monetary policy, together with the instruments used by the European Central Bank (ECB) in this matter. Another of the issues, of great importance, is the study of the non-conventional measures had to adopt this institution to deal with the serious imbalances that occurred in Europe as a result of the economic crisis, which had its beginning in 2009. These measures, both the conventional and the exceptional have had intended the fulfilment of the objectives of the countries of the European Union (EU), specifically that of price stability.

ÍNDICE

1. Introducción.....	4
2. Evolución de la política monetaria única.....	6
2.1. Primera fase de la UEM.....	9
2.2. Segunda fase de la UEM.....	10
2.3. Tercera fase de la UEM.....	11
3. Objetivos e instrumentos de la política monetaria del BCE.....	13
3.1. Objetivos y estructura del BCE.....	13
3.2. Instrumentos de política monetaria convencional del BCE.....	16
3.2.1. Operaciones de mercado abierto.....	17
3.2.1.1. Operaciones principales de financiación.....	18
3.2.1.2. Operaciones de financiación a más largo plazo.....	18
3.2.1.3. Operaciones de ajuste.....	19
3.2.1.4. Operaciones estructurales.....	19
3.2.2. Facilidades permanentes.....	20
3.2.3. El coeficiente de caja o de reservas mínimas de liquidez.....	21
4. Medidas no convencionales del BCE.....	22
4.1. Primera fase: 2007-2009.....	24
4.2. Segunda fase: 2009-2011.....	28
4.3. Tercera fase: 2011-2015.....	32
5. Nueva UEM: Retos de la UEM.....	38
6. Conclusiones.....	40
7. Bibliografía.....	42

1. INTRODUCCIÓN

El presente Trabajo Fin de Grado (TFG) va a tratar un tema de imperiosa actualidad, más aún con los acontecimientos que se están viviendo en Europa en los últimos meses.

Actualmente, seguimos sufriendo los efectos de la crisis económica, aunque en menor grado, tal y como indican las medidas macroeconómicas. El hecho de que este fenómeno azotara a Europa trajo consigo una serie de medidas que no habían sido adoptadas con anterioridad.

Antes de entrar en profundidad en la materia relacionada con las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE), se ha considerado necesario realizar un análisis de la evolución de la política monetaria única, acompañado de un estudio de las fases que han dado lugar a la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Una vez finalizado el análisis anteriormente mencionado, hemos creído oportuno resaltar cuáles son los objetivos perseguidos por el BCE. El principal objetivo queda reflejado en el art. 107.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), y consiste en lograr la estabilidad de precios.

Para conseguir alcanzar dichos objetivos es necesaria la adopción de determinadas medidas encaminadas a mejorar la situación de los Estados miembros. Son éstas objeto de estudio en uno de los puntos del trabajo, donde se desarrolla con detalle, en qué consiste cada una de ellas (operaciones de mercado abierto, operaciones principales de financiación, etc.).

Sin embargo, algunas de ellas no han sido lo suficientemente eficaces para afrontar la profunda crisis económica que vivió y vive la Zona euro. Por este motivo, otro de los puntos a desarrollar, ha sido el de medidas no convencionales del BCE. Para poder conocer con detalle dichas medidas, se ha dividido el periodo de crisis económica en tres fases, y con base en ellas, analizar cada una de las que han sido adoptadas por parte del BCE.

Estas medidas no convencionales se caracterizan por su carácter temporal, ya que se espera que la Zona euro vaya saliendo progresivamente del caos en el que quedó inmersa. Es esta esperanza la que llevó a los presidentes de las más importantes instituciones de la Unión a elaborar un informe en el que se exponen los pasos a seguir a partir del año 2015, cuestión que ha sido objeto de estudio en el último apartado del TFG.

Uno de los motivos por los que se ha desarrollado este trabajo, ha sido el estudio de la asignatura *Economía española*, y más concretamente el tema relacionado con la política monetaria, pues despertó el interés por conocer cómo se podían adoptar medidas tan trascendentales para la economía en el seno de las instituciones europeas.

Por otro lado, la crisis económica, anteriormente mencionada, fue otro de los motivos que llevaron a preguntar el porqué de determinadas cuestiones en materia económica, como por ejemplo, qué inyecciones de liquidez se producen, cuál es el verdadero papel que desempeña el Banco Central Europeo, cuáles son las medidas que se tomaron durante la crisis, cuáles se siguen tomando, etc.

Para dar respuesta a todas esas preguntas, se han consultado numerosas fuentes bibliográficas que han ayudado a elaborar el TFG. Entre dichas fuentes han gozado de especial relevancia las webs del Banco Central Europeo, Banco de España, así como los informes publicados por las instituciones de la Unión Europea. Además, revistas, libros y periódicos digitales, junto con manuales de economía, tal y como se puede comprobar en bibliografía, han servido de apoyo para obtener más información relacionada con el tema.

Todo ello, junto con la inestimable colaboración del tutor del trabajo, D. Antonio Martín Mesa, ha supuesto un trabajo desafiante y lleno de ambición, el cual ha culminado con la redacción y defensa del TFG. Sin duda, ha sido una experiencia muy gratificante, ya que ha significado un giro radical en cuanto a la forma de enfocar y elaborar un trabajo universitario.

2. EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

La Unión Económica y Monetaria constituye uno de los objetivos que despierta mayor interés en el seno de la Unión Europea. Este objetivo se ha implementado de forma gradual en varias etapas.

El término clave dentro de la Unión Europea es el de integración, ya que lo que se pretende es la creación de una unión de mercados, en virtud de la cual se formen espacios económicos más competitivos que los de los países miembros por separado.

A través del proceso de integración, se ha instaurado el euro como moneda única, además de mecanismos e instrumentos con los que poder llevar a cabo una coordinación de las políticas presupuestarias y económicas de los diferentes Estados miembros.

Asimismo, Jordán Galduf, J.M. y Tamarit Escalona, C. (2013) afirman que “se trata de promover un desarrollo armonioso de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad mediante el establecimiento de un mercado común y la progresiva aproximación de las políticas económicas de los mismos”.

La integración no supone únicamente la colaboración entre los Estados miembros, sino que también implica la cesión de soberanía por parte de éstos. Esa cesión de soberanía se puede observar en las decisiones adoptadas por el BCE en términos de política monetaria. Es por ello por lo que se habla de política monetaria única.

Con respecto al fenómeno de la integración, Jordán Galduf, J.M. y Tamarit Escalona, C. (2013, pp.34-35), consideran que “el proceso de integración europea ha atravesado distintas etapas. En general, ha tendido a acelerarse en épocas de expansión económica y frenarse en periodos de recesión. Todo proceso de integración económica comporta unos beneficios y exige simultáneamente un esfuerzo de ajuste por parte de los diferentes agentes económicos y sociales, y dicho esfuerzo suele ser más duro en tiempo de crisis”.

La integración europea vio, en parte, lastrado su intento de unificación debido a factores como la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro (1971), así como la crisis del petróleo (1974). Las situaciones de crisis provocan el estancamiento del proceso de integración y generan mecanismos proteccionistas por parte de los Estados, junto con la fragmentación de los mercados.

Sin embargo, debido al carácter cíclico de la economía, la situación se puede revertir, de manera que se produzca un cambio de ciclo económico y, con ello, comience una fase de expansión, lo cual es siempre más beneficioso a la hora de conseguir los objetivos marcados por las instituciones.

Cuadro 1: Pasos seguidos en la construcción europea

1951	Tratado de París constitutivo de la CECA, por parte de Alemania (RFA), Bélgica, Francia, Holanda, Italia y Luxemburgo.
1957	Tratado de Roma constitutivo de la CEE y el EUROATOM.
1965	Tratado de fusión de las instituciones de las tres Comunidades Europeas.
1973	Primera ampliación de la CE, con Dinamarca, Irlanda y Reino Unido.
1981	Segunda ampliación, con Grecia.
1986	Tercera ampliación, con España y Portugal.
1986	Acta Única Europea, para la consecución de un mercado único europeo.
1990	Reunificación de Alemania.
1992	Tratado de Maastricht o de la UE.
1995	Cuarta ampliación de la UE, con Austria, Finlandia y Suecia.
1997	Tratado de Ámsterdam.
1999	Inicio de la Unión Monetaria.
2001	Tratado de Niza.
2004	Quinta ampliación, con la República Checa, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta y Polonia
2007	Se completa la quinta ampliación, con Bulgaria y Rumania. Tratado de Lisboa, en vigor en la actualidad.
2013	Sexta ampliación, con Croacia.

Fuente: Jordán Galduf, J.M. y Tamarit Escalona, C. (2013, p.41).

Cuadro 2: Fases de la Unión Económica y Monetaria (UEM)

<p>PRIMERA FASE desde el 1 de julio de 1990</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Liberalización completa para las transacciones de capital; - Incremento de la cooperación entre los bancos centrales; - Libre utilización del ECU (unidad monetaria europea precursora del euro); - Mejora de la convergencia económica
<p>SEGUNDA FASE desde el 1 de enero de 1994</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Creación del Instituto Monetario Europeo (IME); - Prohibición a los bancos centrales de conceder crédito; - Incremento de la coordinación de las políticas monetarias; - Refuerzo de la convergencia económica; - Proceso conducente a la independencia de los bancos centrales nacionales, que debía concluir más tarde en la fecha del establecimiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales; - Trabajos preparatorios para la tercera fase
<p>TERCERA FASE desde el 1 de enero de 1999</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Fijación irrevocable de los tipos de conversión; - Introducción del euro; - Ejecución de la política monetaria única por parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales. - Entrada en vigor del mecanismo de tipos de cambio dentro de la UE (MTC II). - Entrada en vigor del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Fuente: BCE y elaboración propia, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.es.html>

2.1. Primera Fase de la UEM

En junio de 1988, el Consejo Europeo constituyó un Comité con el objetivo de alcanzar de manera gradual una unión económica. Dicho Comité era presidido por Jacques Delors y estaba compuesto por los diferentes gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados que formaban parte de la Comunidad Europea.

Con base en el trabajo llevado a cabo por el Comité, se elaboró un informe, denominado Informe Delors, el cual proponía que las fases en las que se debía alcanzar la unión económica y monetaria fueran tres.

El Consejo Europeo consideró que la primera fase de la UEM debía empezar el 1 de julio de 1990. A partir de esa fecha, las restricciones a la circulación de capitales entre los Estados miembros deberían haber desaparecido.

En esta primera fase, se pretendía destinar una gran cantidad de recursos a paliar las desigualdades existentes entre las distintas regiones europeas, así como la convergencia económica, a través del control de las políticas económicas de los Estados miembros¹.

Durante esta primera fase, se produjo un avance en la revisión de los Tratados constitutivos de la Comunidad Económica Europea (CEE), de manera que el 7 de febrero de 1992, se firmó el Tratado de Maastricht o Tratado de la Unión Europea (TUE), que entró en vigor el 1 de noviembre de 1993 y en el cual se incorporaron: el Protocolo sobre los Estatutos del Instituto Monetario Europeo (IME) y el Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE).

Igualmente, Camarero Olivas, M. y Tamarit Escalona, C. (2013, p.266), enuncian que “ las condiciones de convergencia fueron discutidas con anterioridad a la cumbre de Maastricht, y se incluyeron finalmente en el Tratado: 1) Condición de tipos de cambio: deberán observarse los límites normales de fluctuación del SME durante al menos dos años sin devaluar frente a ninguna otra moneda comunitaria; 2) Condición de inflación: la tasa de inflación no debe superar en 1,5 puntos la de los tres países con la tasa de inflación más baja de la Comunidad; 3) Condición de déficit público: el déficit público no debe superar el 3% del PIB; 4) Condición de deuda pública: la deuda pública

¹ Para más información consultar las siguientes webs del BCE y Banco de España:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.es.html>
http://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/fases/Las_tres_fases_de_la_UEM.html

no debe superar el 60% del PIB; 5) Condición de tipos de interés: los tipos de interés nominales a largo plazo sobre la deuda pública no deberán superar en más de un 2% a los tres países con tasa de inflación más baja''.

No obstante, antes de la entrada del euro como moneda única, la Comunidad Económica Europea utilizaba una unidad monetaria denominada ECU (Economic Currency Unit).

Así pues, tal y como se puede observar en el artículo de Paúl Gutiérrez, J. publicado en el diario Expansión (2015), el ECU '' fue la unidad de cuenta introducida en 1979 por la Comunidad Económica Europea (CEE), cuando se creó el Sistema Monetario Europeo (SME). El ECU es una unidad monetaria tipo cesta, compuesta de cantidades específicas de los Estados miembros de la CEE''.

Las principales funciones llevadas a cabo por esta unidad monetaria fueron las siguientes: en primer lugar, actuaba como numerario del sistema de cambio, es decir, dicha actuación iba encaminada a la fijación de los tipos centrales; en segundo lugar, era una magnitud de referencia en el sistema de tipos de cambio; en tercer lugar, servía para determinar operaciones con mecanismos de crédito; y por último, era moneda de reserva y medio de pago entre las instituciones de la UE.

2.2. Segunda fase de la UEM

La segunda fase de la UEM comienza el 1 de enero de 1994 con la fundación del Instituto Monetario Europeo (IME). Con la creación de este Instituto, se produjo la disolución del Comité de Gobernadores, que había tenido un peso cada vez más importante desde la fecha de su fundación, en el año 1964.

A pesar de la aparición en escena del IME, la ejecución de la política monetaria seguía siendo competencia exclusiva de las autoridades nacionales, así como la intervención en el mercado de divisas tampoco formaba parte de sus competencias.

Sin embargo, a pesar de las restricciones competenciales antes mencionadas, el IME desempeñaba dos funciones de gran interés para la UEM, tal y como se puede encontrar en la web del BCE (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>): ''En primer lugar, fortalecer la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de las políticas monetarias y, en segundo lugar, realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), para la ejecución de la política monetaria única y para la creación de una moneda única en la

tercera fase. Además de las funciones que desempeñaba, recibió el encargo de realizar los trabajos preparatorios de las futuras relaciones monetarias y cambiarias entre los países de la zona del euro y los demás países de la UE. En diciembre de 1996, el IME presentó al Consejo Europeo un informe que constituyó la base para la elaboración de una Resolución del Consejo Europeo sobre los principios y elementos fundamentales del nuevo mecanismo de tipos de cambio (MTC II), que fue adoptado en junio de 1997.

En esta fase, lograr la independencia de los bancos centrales nacionales, así como elaborar normas para tratar de reducir los déficits presupuestarios nacionales, eran dos objetivos de gran trascendencia. Por ello, el Consejo Europeo adoptó, en junio de 1997, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Una fecha a tener en cuenta en esta fase, es el 2 de mayo de 1998, debido a que el Consejo Europeo decidió por unanimidad que Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia, cumplieran con las condiciones para la adopción de la moneda única el 1 de enero de 1999.

El 25 de mayo de ese mismo año, los presidentes de los países antes mencionados, nombraron al presidente, vicepresidente y a los otros cuatro miembros del Comité Ejecutivo del BCE.

El trabajo que desempeñaba el IME finalizó el 1 de junio de 1998, fecha en la que se crea el BCE. Desde este momento, los bancos centrales nacionales y el BCE, constituyen el Eurosistema.

2.3. Tercera fase de la UEM

La última fase de la UEM nace el 1 de enero de 1999. En ella tienen lugar acontecimientos de gran importancia para el futuro de la Unión, entre los que caben destacar: el comienzo de la ejecución de la política monetaria por parte del BCE, así como la fijación irrevocable de los tipos de cambio.

En cuanto a la fijación de los tipos de cambio, Camarero Olivas, M. y Tamarit Escalona, C. (2013, p.276) afirman que ‘El mecanismo de Tipos de Cambio (MTC-II) se introdujo el 1 de enero de 1999, al inicio de la tercera fase. Este mecanismo vincula las monedas de los Estados miembros no pertenecientes a la Zona euro con el euro. Trata de facilitar que los países en derogación orienten sus políticas hacia la estabilidad fomentando la convergencia. Por lo que respecta a los procedimientos operativos, para

cada moneda se define un tipo central frente al euro y una banda de fluctuación del +/- 15 por 100, apoyada por una intervención en los márgenes automática e ilimitada. Esta intervención se puede suspender si entra en conflicto con el objetivo de la estabilidad de precios. Por otra parte, la cooperación puede reforzarse mediante bandas más estrechas si se considera apropiado para el avance hacia la convergencia.”

El número de países que forman parte de la UE, desde la creación del BCE en 1998, ha experimentado un importante crecimiento. El 1 de enero de 2001, se produjo la incorporación de Grecia.

A continuación, entraron a formar parte de la UE los siguientes países:

- República Checa
- Chipre
- Eslovaquia
- Eslovenia
- Estonia
- Hungría
- Letonia
- Lituania
- Malta
- Polonia

Tras la entrada de estos diez países, se produjo la incorporación de tres más, Bulgaria y Rumanía, el 1 de enero de 2007 y Croacia, el 1 de julio de 2013.

Además, otros como Islandia, la antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Serbia y Turquía, son candidatos a ingresar en la UE. Dinamarca y Reino Unido (ambos miembros de la UE desde 1973), junto con Suecia (miembro desde 1995), completan la UE de 28 Estados miembros, no todos ellos con el euro como moneda oficial.

Los nuevos Estados miembros de la UE no adoptan de manera automática el euro tras su ingreso en la UE. Ahora bien, se espera que lo adopten, una vez que cumplan con los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht. Estos nuevos Estados, a diferencia de lo que ocurre con Reino Unido y Dinamarca, no tienen la posibilidad de acogerse a la cláusula de exclusión (*opting out*) respecto al euro.

3. OBJETIVOS E INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

3.1. Objetivos y estructura del BCE

El Banco Central Europeo se encarga de la instrumentación de la política monetaria de la Zona euro, desde su creación el 1 de enero de 1999.

La base jurídica de la política monetaria única está establecida en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

Además, en el marco del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), el BCE contribuye a la seguridad y solidez del sistema bancario y a la estabilidad del sistema financiero en la UE y en cada Estado miembro participante.

Por otro lado, los órganos rectores del BCE son los siguientes²:

- Consejo de Gobierno
- Comité Ejecutivo
- Consejo General
- Consejo de Supervisión

Una cuestión importante radica en diferenciar el Eurosistema del SEBC, en la medida en que el primero está constituido por los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro, más el BCE, mientras que el segundo, lo forman el BCE junto con

² Disponible on-line: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.es.html>

El Consejo de Gobierno es el principal órgano rector del BCE. Está formado por:

- los seis miembros del Comité Ejecutivo, más
- los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los 19 países de la zona del euro

El Comité Ejecutivo está compuesto por

- el presidente,
- el vicepresidente y
- otros cuatro miembros

Todos sus miembros son nombrados por el Consejo Europeo, por mayoría cualificada.

El Consejo General está formado por:

- el presidente del BCE;
- el vicepresidente del BCE; y
- los gobernadores de los bancos centrales nacionales (BCN) de los 28 Estados miembros de la UE.

El Consejo de Supervisión se reúne dos veces al mes para debatir, planificar y ejecutar las tareas de supervisión del BCE. Asimismo, propone al Consejo de Gobierno proyectos de decisiones de acuerdo con el procedimiento de no objeción. Está compuesto por:

- un presidente (nombrado para un mandato de cinco años no renovable)
- un vicepresidente (elegido de entre los miembros del Comité Ejecutivo del BCE)
- cuatro representantes del BCE
- representantes de los supervisores nacionales

los BCN de los Estados miembros de la UE, independientemente de que hayan adoptado el euro.

Ahora bien, con carácter general, el TFUE hace referencia al SEBC, ya que en el momento de su redacción, la hipótesis de partida era que todos los Estados miembros de la UE adoptarían el euro como moneda única. Tras la firma del Tratado, se pudo comprobar como no todos los Estados incorporaron la moneda.

Por otro lado, el art. 107.1 TFUE establece que “el objetivo principal del SEBC será 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. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos”³.

Tal y como afirma Aixalá, J. (2015, p.310), “su objetivo es garantizar la estabilidad de precios, tratando de conseguir que el índice de precios al consumo armonizado para el conjunto de la Zona euro se sitúe cerca del 2% anual en tasa de crecimiento”.

El hecho de que los países se hayan planteado como objetivo que la inflación, a medio y largo plazo, no supere el 2% se debe a dos cuestiones, según Jordán Galduf et al. (2013, p.296), que explican de una manera sencilla en su obra *Economía de la Unión Europea*. Según estos autores, el objetivo planteado, “se debe a que, en primer lugar, estudios empíricos como el informe Boskin (1996) para EE.UU demuestran que las medidas más comunes para seguir la evolución de la inflación (como el IPC) tienden a sobrestimar la tasa de inflación entre el 1 y el 2% anual al no tener en cuenta factores tales como los cambios en los precios relativos, las mejoras de calidad o la incorporación de nuevos productos a los patrones de consumo. Por tanto, con un tasa observada del 2%, es muy probable que la tasa verdadera esté próxima a cero. Una segunda razón estriba en la creencia de que los ajustes de salarios reales relativos necesarios ante shocks sectoriales o microeconómicos son más fáciles si existe una inflación moderada”.

Asimismo, otras de las condiciones para que se pueda cumplir con el objetivo de la estabilidad de precios es que exista independencia institucional por parte del BCE junto

³ El art.107.2 TFUE nos indica cuáles son las funciones básicas desempeñados por el SEBC.

- definir y ejecutar la política monetaria de la Unión,
- realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 219,
- poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros,
- promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

con una rendición de cuentas, ya que tienen encomendada una función pública. En otras palabras, el BCE avala que “la independencia de los bancos centrales se ha consolidado como un componente esencial de los regímenes de política monetaria de las economías industrializadas y emergentes. La decisión de otorgar independencia a los bancos centrales está firmemente fundamentada en la teoría económica y en la evidencia empírica, ya que ambas muestran que dicha configuración favorece el mantenimiento de la estabilidad de precios”⁴.

Sin embargo, hay autores que consideran que el poder centralizado del BCE junto con su independencia del poder político, genera ciertas dudas sobre la falta de responsabilidad y transparencia. Por su parte, el BCE sale al paso de esas críticas refrendando su compromiso con la rendición de cuentas, al considerar que excede sus obligaciones estatutarias estrictas de información⁵.

⁴ Disponible online: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/accountability/html/index.es.html>

⁵ El BCE publica un Boletín Económico cada seis semanas en lugar del informe trimestral requerido, y los miembros del Consejo de Gobierno pronuncian numerosos discursos en los que abordan temas de interés para el público. Además, el presidente y el vicepresidente del BCE ofrecen una explicación muy detallada de la valoración del BCE sobre la situación económica y de los motivos en los que se basan sus decisiones sobre política monetaria en la conferencia de prensa que se celebra tras las reuniones del Consejo de Gobierno sobre política monetaria.

El BCE también debe rendir cuentas respecto de sus nuevas funciones y competencias en materia de supervisión.

3.2. Instrumentos de política monetaria convencional del BCE

La política monetaria del BCE tiene su base en la idea de influir sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, ya que desempeñan un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria⁶. Al controlar dichos tipos, la política monetaria influye de forma significativa en los tipos de interés nominales a corto plazo y, a través de diversos canales, en las decisiones de gasto de las empresas y los hogares, en la evolución monetaria y financiera y, en última instancia, en el nivel de precios. Además, el hecho de influir sobre los tipos de interés permite actuar sobre la demanda agregada⁷.

Con respecto a la estrategia de la política monetaria del BCE, Aixalá, J. (2015, pp.310-311), considera que está basada en dos pilares: análisis económico y análisis monetario: “El análisis económico se basa en el seguimiento de un amplio conjunto de variables económicas reales y financieras que proporcionan información sobre el comportamiento de los precios a corto y medio plazo”. La base de este análisis la constituyen la evolución del output real y de los mercados financieros, la situación del mercado de trabajo, las políticas presupuestarias, la balanza de pagos, el tipo de cambio y una amplia gama de indicadores de precios y costes. Por otra parte, “el análisis monetario se centra en un horizonte temporal más amplio, considerando la relación a medio y largo plazo entre el dinero y los precios. Se basa en la idea de que, a largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario y pone el acento en los agregados monetarios (concretamente en la M3), y en la relación existente entre el crecimiento de la cantidad de dinero y la inflación. El análisis de la evolución del crédito y la liquidez ofrece al BCE una perspectiva que va más allá del efecto transitorio de las distintas perturbaciones detectadas en el análisis económico”⁸.

⁶ En relación a los tipos de interés, Jordán Galduf y Tamarit Escalona, C. (2013) determinan que “la variable operativa es el tipo de interés diario interbancario (EONIA o Euro Over Night Index Average) o media ponderada del tipo de interés efectivo de todas las transacciones con vencimiento en un día en euros sin colateral (valor de garantía). No debe confundirse con el Euribor, o sea, tipo europeo de oferta interbancaria. Es al que las entidades financieras prestan dinero en el mercado interbancario del euro.”

⁷ Para más información véase Diario oficial de la Unión Europea, *La política monetaria del BCE*, 2011. Disponible on-line: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf?742021f1e118a422a1c3a74e01b207f0>

⁸ Para más información sobre agregados monetarios, véase el siguiente enlace de la web el Banco de España: <http://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioPolt/>

Así pues, el BCE cuenta con una serie de instrumentos de política monetaria convencional para tratar de conseguir sus objetivos. Estos instrumentos son: operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y coeficientes de caja.

Cuadro 3: Operaciones de política monetaria

OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA					
	Tipo de operación		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección	Absorción			
Operaciones de Mercado Abierto					
Operaciones Principales de Financiación	Operaciones Temporales	-	Una semana	Semanal	Subasta estándar
Operaciones de Financiación a más largo plazo	Operaciones Temporales	-	3 meses	Mensual	Subasta estándar
Operaciones de Ajuste	Operaciones Temporales Swaps de divisas	Operaciones Temporales Depósitos a plazo fijo Swaps de divisas	No normalizado	Sin periodicidad	Subasta rápida Procedimiento bilateral
Operaciones Estructurales	Operaciones Temporales Compras Simples	Emisión de certificados de deuda Ventas Rápidas	Normalizado y no normalizado -	Con y sin periodicidad Sin periodicidad	Subasta estándar Procedimiento bilateral
Facilidades Permanentes					
Facilidad Marginal de Crédito	Operaciones Temporales	-	Un día		Acceso a discreccion de las entidades de contrapartida
Facilidad de Depósito	-	Depósito	Un día		Acceso a discreccion de las entidades de contrapartida

Elaboración propia con datos del BCE

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

3.2.1. Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto gozan de un papel trascendental en la política monetaria del SEBC. El objetivo de este tipo de operaciones es llevar a cabo la gestión de la situación de liquidez del mercado monetario, señalar la orientación de la política económica y controlar los tipos de interés.

Con respecto a estas operaciones, el Diario Oficial de la Unión Europea establece que “teniendo en cuenta su finalidad, periodicidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto del Eurosistema pueden dividirse en cuatro categorías: operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste y operaciones estructurales. Asimismo, las operaciones temporales son el principal instrumento de mercado abierto del Eurosistema y pueden emplearse en los cuatro tipos de operaciones, mientras que los certificados de deuda del BCE pueden ser utilizados para realizar operaciones estructurales de absorción de liquidez. Las operaciones estructurales también pueden realizarse mediante operaciones

simples, es decir, compras y ventas. Además, el Eurosistema dispone de otros dos instrumentos para las operaciones de ajuste: swaps de divisas y la captación de depósitos a plazo fijo⁹.

3.2.1.1. Operaciones principales de financiación

En primero lugar, cabe destacar el papel protagonista que las operaciones principales de financiación tienen como instrumento de la política monetaria, ya que sirven para controlar la liquidez del mercado monetario, así como los tipos de interés. Asimismo, es el instrumento principal en cuanto a provisión de liquidez para las diferentes entidades de crédito. Tal y como lo define el Bando de España, “es una operación de inyección de liquidez, instrumentada mediante operaciones temporales, que lleva a cabo el Eurosistema con las entidades de crédito y ejecutan los bancos centrales nacionales, mediante subastas estándar, con periodicidad y vencimiento semanal¹⁰”.

En otro orden de cosas, el procedimiento empleado para llevar a cabo las operaciones de mercado abierto es de la subasta, la cual se lleva a cabo en seis fases.

En el caso de las operaciones principales de financiación, el tipo de subasta empleado es el estándar. En este supuesto, es de 24 horas el plazo que se ha establecido entre el anuncio de la subasta y la notificación del resultado.

3.2.1.2. Operaciones de financiación a más largo plazo

Se trata de unas operaciones de financiación de carácter periódico, con un vencimiento a tres meses, cuyo objetivo es aportar financiación adicional al sector financiero, a plazo más largo.

El procedimiento utilizado para ejecutar estas operaciones es el de subasta estándar a tipo de interés variable. A su vez, el BCE tiene que indicar, con cierta antelación, el volumen que se va a adjudicar en las siguientes subastas.

⁹ Para más información, véase Cuadro 3: Operaciones de política monetaria. Elaboración propia con datos del BCE: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>

¹⁰ “Las operaciones temporales son transacciones en las que el Eurosistema compra o vende activos de garantía mediante cesiones temporales o realiza operaciones de crédito utilizando como garantía dichos activos”. Para más información, véase “La aplicación de la política monetaria en la zona del euro”. Diario Oficial de la Unión Europea, septiembre 2011, pp.14-15.

3.2.1.3. Operaciones de ajuste

El objetivo de las operaciones de ajuste es según Aixalá, J. (2015, pp.312): “gestionar la situación de liquidez en el mercado monetario y controlar los tipos de interés en circunstancias concretas y puntuales que necesiten una respuesta rápida”, es decir, suavizar los efectos que en dichos tipos causan las fluctuaciones inesperadas de liquidez.

Este tipo de operaciones pueden adoptar la forma de operaciones de absorción o de inyección de liquidez. En este caso, la periodicidad y el vencimiento no están normalizados.

El procedimiento utilizado es de subasta rápida, aunque existe la posibilidad de que se lleve a cabo mediante procedimientos bilaterales¹¹.

Las operaciones de ajuste se ejecutan principalmente mediante operaciones temporales, pero también mediante operaciones simples, swaps de divisas y captación de depósitos a plazo fijo¹².

Los BCN ejecutan estas operaciones de forma descentralizada, aunque en casos excepcionales, el BCE, a través de una decisión adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE, puede llevar a cabo operaciones temporales bilaterales de ajuste.

3.2.1.4. Operaciones estructurales

Este tipo de operaciones se llevan a cabo siempre que el BCE desea ajustar la posición estructural del sistema frente al sector financiero (lo puede hacer de forma periódica o no periódica), es decir, son operaciones de inyección de liquidez. En cuanto a su vencimiento, no lo tienen normalizado a priori.

¹¹ “Las subastas rápidas se ejecutan normalmente en el plazo de 90 minutos tras el anuncio de la subasta, y la notificación se produce inmediatamente después de anunciarse los resultados de la adjudicación”.

“Los BCN pueden realizar operaciones mediante procedimientos bilaterales. Los procedimientos bilaterales se definen como todo mecanismo por el cual el Eurosistema realiza una transacción con una o varias entidades de contrapartida sin que medie una subasta”. Información disponible en: Diario Oficial de la Unión Europea, “La aplicación de la política monetaria en la zona del euro”, septiembre 2011, pp.28-29.

¹² Las operaciones simples de mercado abierto son operaciones en las que el Eurosistema realiza compras o ventas simples de activos. Estas operaciones se ejecutan solo con fines estructurales.

Los swaps de divisas realizados con fines de política monetaria consisten en operaciones simultáneas al contado y a plazo de euros contra divisas. Son operaciones en las que el Eurosistema compra (o vende) euros al contado contra una divisa y, simultáneamente, los vende (o compra) a plazo, en una fecha especificada.

La captación de depósitos a plazo fijo se contempla solo para absorber la liquidez del mercado con fines de ajuste.

Pueden llevarse a cabo por el Eurosistema a través de operaciones temporales, la emisión de certificados de deuda y operaciones simples. El procedimiento empleado para las dos primeras es el de subasta estándar, mientras que para las operaciones estructurales en forma de operaciones simples, se ejecuta mediante procedimientos bilaterales.

3.2.2. Facilidades permanentes

Las facilidades permanentes forman uno de los instrumentos de la política monetaria que se utilizan con el fin de inyectar o absorber liquidez a un día, es decir, con estas operaciones el BCE permite a las entidades cubrir sus excesos o necesidades de liquidez a una día. De esta manera, se pretende evitar una excesiva fluctuación de los tipos de interés en el mercado interbancario a través de operaciones de crédito y depósito realizadas por el Eurosistema con las entidades autorizadas.

Con respecto al tipo de interés de estas operaciones, tal y como declaran Galiano Sevilla, M. y Parejo Gámir, J.A. (2005, pp.323-324): “ los tipos de interés son fijados por el Consejo de Gobierno del BCE, pudiendo modificarlos en cualquier momento así como las condiciones de estas operaciones. Estos tipos de interés constituyen un límite superior e inferior al comportamiento de los tipos de interés a corto del mercado, formando una banda o pasillo dentro de la cual se mueven el resto de ellos”.

Igual que las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes tienen distintas variedades: la facilidad marginal de crédito y la facilidad marginal de depósito.

En primer lugar, por lo que respecta a la facilidad marginal de crédito, permite a las entidades obtener liquidez de los BCN a un día contra activos de garantía, y a excepción de tener que presentar suficientes activos de garantía, no se contempla ningún límite de crédito.

Por lo tanto, lo que se pretende es que las entidades puedan hacer frente a situaciones en las que existen necesidades transitorias de liquidez.

Para llevar a cabo este tipo de operaciones, los BCN optan por utilizar las operaciones temporales, ya sea mediante cesiones temporales o bien mediante préstamos a un día contra activos de garantía.

En segundo lugar, la facilidad marginal de depósito es utilizada por las entidades financieras con la intención de efectuar depósitos en los BCN cuando disponen de excedentes de liquidez, no existiendo límites o restricciones a esos depósitos. Por los

depósitos efectuados las entidades obtienen una remuneración al tipo de interés fijado por el Consejo de Gobierno del BCE.

En este caso, el tipo de interés que van a recibir como consecuencia del depósito, constituye el límite inferior a un día en el mercado interbancario, y al contrario de lo que ocurre con la facilidad marginal de crédito, no se exigen activos para garantizar la operación.

3.2.3. El coeficiente de caja o de reservas mínimas de liquidez

El coeficiente de caja se refiere, según los autores Galiano Sevilla, M. y Parejo Gámir, J.A. (2005, p.327) "al porcentaje de dinero que mantiene una entidad financiera en sus reservas líquidas en el BCN de su país. También se conoce como coeficiente de reservas o tasa de encaje".

Por añadidura, el montante de esas reservas supone un porcentaje sobre determinadas partidas del balance bancario. Este coeficiente tiene dos objetivos esenciales:

- El primer objetivo es llevar a cabo la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario, estableciendo que el mantenimiento del coeficiente de caja se hará en promedio mensual, de forma que las entidades puedan hacer frente a sus necesidades transitorias de liquidez.
- El segundo consiste en contribuir a la ampliación o creación de un déficit estructural de liquidez.

4. MEDIDAS NO CONVENCIONALES DEL BCE

Ante la crisis económica y financiera que azotó a la economía mundial, los Bancos Centrales y autoridades públicas, han tomado determinadas medidas con el objetivo de estabilizar los sectores bancarios, los mercados financieros y la economía. En la Zona euro, el Eurosistema ha optado por adoptar una serie de medidas extraordinarias para tratar de paliar los efectos negativos provocados por la crisis. Sin embargo, aquellas adoptadas por el BCE no pueden dar una solución total y permanente a los problemas, por lo que uno de los retos de la Eurozona es implementar las reformas que se estimen oportunas para salvaguardar la solidez del sistema financiero y de las finanzas públicas, así como la estabilidad macroeconómica.

Un acontecimiento de especial trascendencia en el inicio de la crisis económica y financiera, fue la quiebra de Lehman Brothers. Este hecho trajo consigo el incremento de la desconfianza en la solvencia de las instituciones crediticias, por lo que la economía se vio rápidamente afectada.

Los Bancos Centrales respondieron a través de la disminución de los tipos de interés oficiales y con la intervención en los mercados de divisas para facilitar liquidez. Una modificación (incremento o disminución) de estos tipos de interés tiene una repercusión directa en los tipos aplicados a las empresas y hogares, y como consecuencia de ello, alcanza a decisiones cruciales en la economía, como son inversión, consumo y ahorro. La demanda agregada, las expectativas de inflación y la fijación de precios también se ven influidas por estas medidas. Por otro lado, al encontrarse la economía mundial envuelta en un entorno de absoluta desconfianza entre las entidades “el vínculo entre los tipos de interés oficiales y los tipos de interés del mercado monetario podría debilitarse o incluso romperse. Cuando escasea la oferta de crédito interbancario, como resultado de la falta de confianza entre los participantes en el mercado, el coste del crédito interbancario se eleva por encima del nivel que sería compatible con la orientación deseada de la política monetaria del BCE”, tal y como se puede observar en el Boletín mensual del BCE (octubre 2010, pp.66-67).

Estas acciones se acompañaron con el establecimiento de un conjunto de medidas de política monetaria no convencional. Por esta razón, Esteve V. y Prats M.A. (2011, pp.5-6), consideran que “la política monetaria no convencional tuvo como objetivo esencial prestar apoyo a los principales mercados de crédito y los programas para acometer esta política se desarrollaron mediante compras simples de activos

financieros o mediante facilidades especiales de crédito. Estas acciones convirtieron a los bancos centrales en importantes intermediarios en los mercados monetarios y tuvieron como consecuencia el cambio en el volumen, en la composición, en la complejidad y en el riesgo de sus balances''.

Este tipo de políticas también se denominan de expansión monetaria cuantitativa del balance (EMC) o de relajación cuantitativa, por la traducción del término quantitative easing (QE). Para Bernanke y Reinhart (2004, pp. 85-90), ''quantitative easing es aquella política que expande el balance del banco central con el fin de incrementar las reservas bancarias''. Ugai (2006, pp.1-48), establece, además, tres condiciones para que se dé esta EMC: ''objetivos explícitos para las reservas bancarias; acuerdo de mantener altos los niveles de reservas en el futuro; y finalmente, incrementar las compras de bonos del Estado para facilitar el cumplimiento del objetivo de reservas bancarias''.

Para restablecer y garantizar el correcto funcionamiento de los mercados y economías, las autoridades y Bancos Centrales distinguieron tres líneas principales de defensa. Tal y como detalla González-Páramo, J.M (2012, pp. 83-102), como primera línea, ''los bancos centrales ajustaron sus políticas monetarias y, asimismo, incrementaron su provisión de liquidez y sus servicios de intermediación financiera. La segunda hace referencia al ajuste hecho por las autoridades fiscales en sus políticas, para mitigar el impacto macroeconómico de la crisis. Como última línea de defensa contra la crisis, los gobiernos aplicaron distintas medidas en apoyo del sector financiero''.

Los principales objetivos del BCE, además de mantener la estabilidad de precios anteriormente mencionada, fueron incrementar la confianza en la economía y el sistema financiero, así como reestablecer el flujo de crédito. Sin embargo, las autoridades se encontraban con una situación difícil de solucionar, ya que la Zona euro no contaba con los instrumentos adecuados para afrontar esta crisis de forma conjunta. Esta situación, unida a la desigualdad de las economías de la zona, provocaba una fragmentación cada vez más evidente, en la medida en que países como España, Italia, Portugal o Grecia sufrían mayores turbulencias debido a su elevado endeudamiento, en comparación con países como Alemania y Francia, que contaban con posibilidades de autofinanciación. Además del elevado nivel de endeudamiento de los países periféricos, hay que añadir su elevada tasa de paro, falta de competitividad y productividad y la imposibilidad de crecimiento económico.

Las medidas no convencionales, también conocidas como “medidas de apoyo reforzado al crédito” y el Programa para los Mercados de Valores, han sido un instrumento extraordinario que ha ayudado a mantener la disponibilidad de crédito para las empresas y los particulares, al mismo tiempo que trataban de preservar el objetivo de la estabilidad de precios. Al tratarse de medidas de carácter extraordinario, prevalece su condición de temporalidad, por lo que algunas de ellas ya no se aplican o se están retirando de forma gradual. Al contrario de lo que sucede en Estados Unidos, estas medidas han tenido como destino principal el sector bancario, ya que goza de un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria, así como en la financiación de la Zona euro.

El economista José Manuel González-Páramo, anterior miembro del Comité Ejecutivo del BCE, en su discurso para la Fundación Ramón Areces, con fecha 25 de marzo de 2010, señala que “ el Eurosistema se ha esforzado por mitigar los riesgos derivados de la crisis para la estabilidad financiera y macroeconómica, centrándose en los siguientes objetivos: 1) favorecer el correcto funcionamiento del mercado monetario interbancario; 2) relajar las condiciones de financiación para las entidades de crédito y mejorar con ello el flujo de crédito a la economía en mayor medida de lo que se lograría bajando los tipos de interés oficiales; y 3) incrementar la liquidez en segmentos importantes del mercado de valores de renta fija privada, que desempeñan un papel importante en la provisión de financiación a las entidades de crédito”.

4.1. Primera fase: 2007-2009

Para conseguir los objetivos anteriormente mencionados, es necesario poner en prácticas esas medidas de apoyo al crédito. Esta estrategia se articula en base a cinco pilares:

Subasta a tipo de interés fijo y adjudicación plena

Lo que se pretende con este procedimiento de subasta es ayudar a las entidades de crédito a satisfacer sus necesidades de financiación y aumentar la liquidez entre los bancos, de manera que las empresas y las familias tuvieran acceso a créditos con un tipo de interés que no fuera inaccesible. En cierto modo, contribuyó a que se produjera una relajación de las tensiones existentes en el mercado, ya que las entidades podían conceder créditos y no incumplir con las exigencias de reservas.

Ampliación de la lista de activos admitidos como garantía¹³

Las entidades financieras, a partir de la implantación de subastas a tipo fijo y adjudicación plena, gozaron de una mayor facilidad para responder a los requerimientos de liquidez, así como para financiarse. Por lo que resultó necesario llevar a cabo una ampliación de los activos que pudieran funcionar como garantía, ya que si no se realizaba dicha ampliación, las medidas podían verse envueltas en posibles restricciones. Con base en ello, González-Páramo, J.M, (2012, pp.88-89), entiende esta medida como relevante, en particular, “el descenso del umbral mínimo de calificación crediticia al nivel de grado de inversión, y la aceptación de determinados activos y pasivos denominados en moneda extranjera emitidos en algunos mercados no regulados, acompañadas de medidas adicionales apropiadas de control de riesgos. El BCE anunció que ampliaría la lista de activos de garantía para aumentar la disponibilidad de valores respaldados por préstamos a la economía real y, asimismo, permitiría de forma temporal que los bancos centrales nacionales acepten categorías adicionales de préstamos no titulizados que cumplan con criterios de selección específicos”.

Operaciones a plazo más largo con vencimiento a 3 y 6 meses

Las tensiones que se experimentaban en el mercado monetario fueron atajadas por el BCE mediante el suministro temporal de liquidez adicional: “Durante el primer año de turbulencias financieras, se modificó el modelo de adjudicación utilizado en las operaciones principales de financiación. En general, se suministraba más liquidez al comienzo de cada período de mantenimiento, mientras que durante el resto del período la financiación proporcionada se ajustaba gradualmente a la baja, de manera que hacia el final de cada período el exceso de liquidez de las entidades de crédito seguía siendo cercano, en promedio, a cero” (Boletín mensual del BCE, 2009, p.87).

Como consecuencia de un exceso de demanda liquidez, provocada por la incertidumbre existente en el mercado, el BCE puso en marcha operaciones a plazo más largo adicionales con vencimiento a 3 meses y otras dos con vencimiento a 6 meses, con

¹³ “Los activos de garantía son los instrumentos financieros que o bien se pignoran para garantizar la devolución de un préstamo, o bien se venden como parte de una cesión temporal. De conformidad con el artículo 18.1 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales pueden operar en los mercados financieros comprando y vendiendo activos de garantía mediante operaciones simples o cesiones temporales. Además, exige que todas las operaciones de inyección de liquidez requieran activos de garantía proporcionados por las entidades de contrapartida”. Para más información, consultar web del Banco de España.

el objetivo de satisfacer esa demanda y tratar estimular a las entidades a seguir proporcionando crédito a la economía. Éstas se llevaron a cabo entre noviembre y diciembre de 2007 por un importe que alcanzó los 60 mil millones de euros. Esta medida vino acompañada de una reducción en el volumen de operaciones de financiación a plazo más corto, además de un ajuste para garantizar que el tipo interés de las operaciones principales de financiación del BCE y el tipo de interés a muy corto plazo se mantuvieran en niveles similares. Las otras dos medidas, por importe de 25 mil millones de euros, se realizaron en 2008, entre abril y julio.

Línea swap

Esta medida empezó a cobrar fuerza con el estallido de las hipotecas subprime en Estados Unidos y posteriormente con la quiebra de Lehman Brothers. Estos acontecimientos provocaron que se encareciera la obtención de préstamos en dólares, provocando una paralización del mercado interbancario de esta moneda. Con esta medida se pretendía proporcionar liquidez en moneda extranjera, sobre todo en dólares estadounidenses. Así, el Eurosistema “utilizó acuerdos de divisas recíprocos con la Reserva Federal para proporcionar financiación en dólares a cambio de activos de garantía admisibles por el Eurosistema, a distintos plazos y a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Esta medida supuso un apoyo a las entidades de crédito que, de otro modo, habrían tenido que hacer frente a una reducción significativa de la financiación en dólares durante el período de la crisis financiera” (Boletín mensual del BCE, 2011, p.140).

Estas subastas vieron como a consecuencia del endurecimiento de la situación y condiciones económicas, se produjo un incremento del saldo destinado a esta financiación, por lo que su importe se elevó a 50 mil millones de dólares.

Además de la renovación de esa línea de swap entre el BCE y la Reserva Federal, la gran crisis económica en la que se encontraba inmersa Europa, dio lugar a la necesidad de financiación en francos suizos para las entidades de la Zona euro, por lo que se generó una nueva línea de swap entre el BCE y el Banco Nacional Suizo, por importe de 20 mil millones de euros.

Programas de adquisición de bonos garantizados (CBPP)

El programa de adquisición de bonos garantizados, también llamado programa de compras de cédulas hipotecarias, tenía como principal finalidad mejorar las condiciones del mercado hipotecario, que quedó seriamente perjudicado con el estallido de la crisis económica y financiera. El Eurosistema se encargó de llevar a cabo la ejecución del programa de adquisición de bonos garantizados, el 6 de julio de 2009, por un importe de 60 mil millones de euros. Esta medida contribuyó a que se produjera cierta revitalización del mercado de bonos garantizados.

Este programa, cuyas siglas en inglés son CBPP (Covered Bonds Purchase Programme), ha sido utilizado, hasta la fecha, en tres ocasiones: CBPP1, referente a los 60 mil millones antes mencionados, CBPP2 se lanzó en octubre de 2010 por un importe de 40 mil millones de euros y CBPP3 que se anunció en septiembre de 2014.

El informe mensual sobre el programa de adquisición de bonos garantizados publicado en el Boletín mensual BCE (julio 2009, pp.1-2), determinó que “la actividad en el mercado primario estaba casi paralizada desde septiembre del 2008, mientras que la emisión de bonos garantizados aumentó considerablemente en mayo del 2009, justo después de que el Eurosistema anunciara su decisión de adquirir bonos garantizados denominados en euros. Desde que se anunció el programa, se han emitido bonos garantizados no sólo en los mercados de España, Francia y Alemania, sino también en países en los que la emisión en los mercados primarios había sido bastante limitada, como Portugal, Países Bajos e Italia. En conjunto, el programa de adquisiciones ha contribuido a revitalizar el mercado primario de bonos garantizados. Desde el anuncio del programa, los diferenciales (frente al tipo swap correspondiente) se redujeron considerablemente, como consecuencia del aumento de la demanda de este tipo de instrumentos por parte de los inversores.”

Operaciones a más largo plazo con vencimiento a 12 meses.

El objetivo que se perseguía con estas operaciones, era el de continuar con la distribución de liquidez entre las entidades que se podían acreditar como solventes y así cubrir las necesidades de éstas, acompañada con una mejora en el control de la política monetaria. Para ello era necesaria la presentación de los activos de garantía oportunos.

Cuadro 4. Principales operaciones de inyección de liquidez (2007-2009)¹⁴

Operación	Fecha de emisión	Vencimiento	Importe (Millones de €)
OFPML complementaria	23/11/2007	3 meses	60.000
OFPML complementaria	12/12/2007	3 meses	60.000
Línea de swaps	17/12/2007	6 meses	70.000
OFPML complementaria	02/04/2008	6 meses	25.000
OFPML complementaria	09/07/2008	6 meses	25.000
CBPP	06/05/2009	24 meses	60.000
OFPML complementaria	25/06/2009	12 meses	442.000

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Informe Anual del BCE (2007-2009)

4.2. Segunda fase: 2009-2011

La crisis financiera perjudicó el proceso de transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del mercado monetario y a otros tipos de interés bancarios y de mercado. Dicha transmisión se volvió a ver afectada por la crisis de deuda soberana, en la medida en que al poder actuar la deuda pública como determinante de la fijación de precios de otros activos, una alteración en este mercado puede perturbar el mecanismo de transmisión, así como provocar el contagio de dicha perturbación a otros mercados (Boletín mensual BCE, julio 2011, p.60).

Desde finales de 2009 y principios de 2010, comenzaron a incrementar los diferenciales entre la deuda pública a diez años en determinados países europeos y los bonos alemanes, fundamentado en la inestabilidad imperante en los mercados, sobre todo por el incremento de la deuda y déficits presupuestarios.

Igualmente, tal y como señalan Calvo Hornero, A y Seco Presencio, A, (2015, pp.69-96), cabe destacar que desde la fecha anteriormente mencionada, “ la crisis financiera europea adopta una nueva forma con la crisis de deuda soberana, provocando serios problemas institucionales en la UEM. Los graves desequilibrios macroeconómicos y fiscales en algunos países europeos, llevaron a que los mercados financieros cuestionasen la sostenibilidad de la deuda pública, en especial en los países periféricos, surgiendo claros riesgos de contagio también para el resto de la Eurozona. Para hacer frente a la situación, en el Consejo Europeo del mes de mayo, se adoptaron determinadas medidas estableciéndose nuevos mecanismos financieros para auxiliar a

¹⁴ OFPML: Operaciones Financiación Plazo Más Largo
CBPP: Covered Bonds Purchase Programme

los países miembros de la UE y del Eurosistema más afectados por la crisis, creándose dos mecanismos de carácter temporal, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), específica para la Eurozona y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) para los países de la UE. La temporalidad de ambos mecanismos se ha resuelto con un mecanismo definitivo, el MEDE o Mecanismo Europeo de Estabilidad para la resolución de crisis de carácter permanente en los países de la Eurozona. El objetivo esencial de este mecanismo es salvaguardar la estabilidad del Eurosistema. Además de los mecanismos financieros, el BCE, ha venido adoptando, un conjunto de medidas de política monetaria no convencionales, no utilizadas hasta entonces''.

Por tanto, en relación a la cita anterior, las medidas de política monetaria no convencional que se aplicaron como consecuencia de esta nueva fase, son las siguientes:

Programa para los Mercados de Valores (Securities Markets Programme)

La tensión e inseguridad llegó al punto de que algunos mercados secundarios llegaron a paralizarse, al observar como los diferenciales se ampliaron a un ritmo muy acelerado entre abril y mayo del 2010, llegando a alcanzar máximos históricos en la Zona euro. Es por ello, que el 10 de mayo, el BCE anunciaba la puesta en marcha del Programa para los Mercados de Valores. Además de ese anuncio, el BCE optó por reintroducir algunas medidas no convencionales que ya habían sido retiradas, como el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, una nueva financiación a seis meses con adjudicación plena y la reactivación de las líneas de swap con la Reserva Federal.

El Programa para los Mercados de Valores fue anunciado por el BCE a través de una nota de prensa, traducida por el Banco de España, en la que se mencionan cuáles van a ser las medidas adoptadas para hacer frente a las tensiones. Concretamente, el Consejo de Gobierno del BCE decidió ''realizar intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro, con el fin de asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos de mercado con un comportamiento disfuncional. El objetivo de este programa es abordar el mal funcionamiento de los mercados de valores y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria. Al tomar esta decisión, se ha tenido en cuenta la declaración de los Gobiernos de la zona del euro de que «adoptarán todas las medidas necesarias para cumplir sus objetivos

presupuestarios este año y los años siguientes, en consonancia con los procedimientos sobre déficit excesivo». Con el fin de neutralizar el impacto de las intervenciones anteriormente indicadas, se llevarán a cabo operaciones específicas para reabsorber la liquidez inyectada a través del Programa para los Mercados de Valores, lo que asegurará que la orientación de la política monetaria no resulte afectada'' (Disponible online en el portal web www.bde.es)

En el Boletín mensual del BCE (junio 2010), pp.25-28, se hace referencia al art.1 del Programa para el Mercado de Valores. Concretamente establece que ''que los bancos centrales del Eurosistema podrán comprar: a) en el mercado secundario, instrumentos de renta fija negociables y admisibles emitidos por las administraciones centrales o entidades públicas de los Estados miembros cuya moneda es el euro, y b) en los mercados primario y secundario, instrumentos de renta fija negociables y admisibles emitidos por entidades privadas constituidas en la zona del euro''. Los Estatutos del BCE le prohíben operar y negociar en los mercados primarios, de ahí que esta medida haya sido articulada para poder realizar las intervenciones en mercados secundarios.

En un primero momento, este programa se llevó a cabo en Grecia, pero posteriormente se procedió a comprar deuda de otros países, con el fin de suavizar los problemas que tenían para financiarse. Ahora bien, este tipo de operaciones son entendidas como una cortina de humo para los países involucrados, ya que no solucionan el problema real, sino que retrasan el estallido del mismo, pues iban provocando una acumulación de déficit en los balances, de manera que no podrían proceder a la devolución de la deuda.

Nuevas líneas de swap: dólares y libras esterlinas

A la vista de las nuevas tensiones que se estaban ocasionando en Europa con la financiación en dólares, el BCE y la Reserva Federal optaron por mejorar las condiciones de liquidez a través de nuevas líneas de swap. Se acordó llevar a cabo esta medida mediante el procedimiento de subastas con tipo de interés fijo y adjudicación plena, con carácter semanal. El importe de esta medida ascendió a 24 mil millones de euros aproximadamente, según datos del BCE.

Por otro lado, el BCE decidió abrir una línea de swap con el Banco de Inglaterra. Esta medida iba encaminada a tratar de superar la crisis en la que se encontraba inmersa Irlanda y que afectaría a la demanda de libras esterlina en el mercado europeo.

Nuevo programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP2)

El sector financiero se encontraba estancado en una situación que no mejoraba, incluso habiendo adoptado las medidas anteriormente mencionadas, por lo que el Consejo Europeo, el 7 de octubre de 2010, optó por implantar un nuevo programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP2), con el objetivo de estimular el mercado y evitar que se produjera un retroceso en la provisión de liquidez.

Esta medida era muy similar al anterior CBPP, pero rebajó sus pretensiones, al implantar una cantidad de 40 mil millones de euros, de los cuales se adquirieron, finalmente, 16 mil millones. Por lo tanto, este programa de adquisición de bonos, destinado a inyectar liquidez, no fue tan eficaz y exitoso como se preveía, por lo que se puede concluir que con el primer programa que se llevó a cabo, el mercado de bonos garantizados se encontraba en una situación estable.

Estas tres medidas (Programa para los Mercado de Valores, Líneas de swap y CBPP2) no consiguieron paliar los problemas en el mercado de deuda que sufrían numerosos países de la UE. Es de especial interés resaltar el papel de Grecia en esta fase, ya que su situación se volvió prácticamente insostenible, siendo necesaria una reestructuración de la deuda. Este hecho creó inseguridad entre los acreedores, de manera que la prima de riesgo de los países periféricos se incrementó debido a los acontecimientos que estaban surgiendo. Este incremento afectaba a dichos países a la hora de financiar su deuda, ya que la encarecía.

Cuadro 5. Principales operaciones realizadas durante la segunda fase (2009-2011)

Operación	Fecha de emisión	Vencimiento	Importe (Millones de €)
Línea de swaps	10/05/2010	12-36 meses	24.420
CBPP2	07/10/2010	24 meses	40.000

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Informe Anual del BCE (2009-2011)

4.3. Tercera fase: 2011-2015

A partir de 2011, la ejecución de la política monetaria vino determinada por las tensiones existentes en el mercado financiero, lo que ha dado lugar a la aplicación de nuevas medidas y reactivación de algunas que habían dejado de ser utilizadas.

Un indicador ilustrativo de la intensidad de la crisis financiera es el diferencial entre el euribor a tres meses y el tipo swap del Eonia. En el Boletín Mensual del BCE (2011), se adjunta el siguiente gráfico:

Cuadro 6: Diferencial entre el euribor a tres meses y el tipo swap del Eonia¹⁵



Fuente: BCE (2011): "La política monetaria del BCE", Boletín mensual del BCE, mayo 2011, p.139.

Resurgimiento del Programa para los Mercados de Valores

El Informe Anual del BCE (2011, pp. 92-93), determina que "en 2011, y en virtud de este programa, se adquirieron valores por un importe total de 144 mil millones de euros, realizándose la mayor parte de las compras en el período comprendido entre el comunicado del presidente del BCE de 7 de agosto de 2011 y fin de año. El 30 de diciembre de 2011, el Eurosistema había comprado valores en el marco de este programa por un importe total liquidado próximo a 211 mil millones de euros".

¹⁵ "El tipo swap es el tipo de interés fijo que las entidades de crédito están dispuestas a pagar a cambio de recibir el tipo de interés a un día medio del periodo de vigencia del swap. Refleja las mismas primas de riesgo de crédito y de liquidez, que son insignificantes, que el tipo de interés a un día. Por tanto, a diferencia del euribor, el tipo swap del Eonia es relativamente inmune a cambios en el riesgo de liquidez o de crédito". Para más información, consultar Boletín mensual del BCE (2011).

Inyección de liquidez

El 8 de diciembre de 2011, el BCE decide tomar una decisión que hasta entonces no se había planteado y mucho menos se había procedido a su puesta en marcha. Se optó por cambiar las operaciones principales de financiación a tres meses, por otras con vencimiento hasta tres años, a un tipo de interés fijo y adjudicación plena. La primera OFPML a 3 años fue ofrecida el 21 de diciembre de 2011, mientras que la segunda el 29 de febrero de 2012. El importe de cada una de ellas fue de 489 mil millones de euros y 529 mil millones respectivamente (datos del BCE). Ambas operaciones alcanzaron un total de más de 1 billón de euros. De las medidas de inyección de liquidez, se puede afirmar que es la que más éxito tuvo y la que redujo durante un período de tiempo mayor, las tensiones en los mercados financieros. Esta reducción de las tensiones se debe a que la inyección de liquidez se utilizó para la compra de deuda pública, de manera que la prima de riesgo de una gran cantidad de países fue objeto de reducción.

Nueva ampliación de activos admitidos como garantía

El Consejo de Gobierno del BCE, con fecha 9 de febrero de 2012, llevó a cabo la aprobación de unos criterios generales de admisibilidad y medidas de control de riesgos, que deben ser cumplidos por parte de las medidas nacionales, para conseguir que se produzca la aceptación de otros derechos de crédito como garantía de las operaciones de crédito que tienen lugar en el Eurosistema. Esa aceptación es de carácter temporal, debido al carácter no convencional de la medida. Por lo tanto, se pretende que las entidades de crédito accedan a financiarse de una manera más fácil, de manera que esto tenga su traslado a la economía real, incentivando la inversión, el consumo e incrementando la demanda.

Reducción del coeficiente de reservas mínimas

El Boletín Económico del Banco de España (2012, pp.100-101), resalta la medida adoptada por el BCE, respecto a la aplicación de las reservas mínimas. En concreto, hace referencia al Reglamento 1358/2011 del BCE (BCE/2011/26), de 14 de diciembre, por el que se modifica el Reglamento 1745/2003 (BCE/2003/9), de 12 de septiembre, en virtud del cual se mantiene un coeficiente de reserva del 0 % para los siguientes pasivos: 1) depósitos a plazo a más de dos años; 2) depósitos disponibles con

preaviso de más de dos años; 3) cesiones temporales, y 4) valores distintos de acciones a más de dos años. Asimismo, se reduce del 2 % al 1 % el coeficiente de reserva para todos los demás pasivos incluidos en la base de reservas, con el fin de mejorar la provisión de liquidez a las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema''.

Operaciones monetarias de compraventa (OMC)

El Consejo de Gobierno del BCE anunció la puesta en marcha de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), en agosto de 2012. Ahora bien, las características de estas operaciones se anunciaron mediante nota de prensa por parte del BCE, el 6 de septiembre¹⁶. El objetivo marcado para este tipo de operaciones es el de ''salvaguardar la adecuada transmisión de la política monetaria y el carácter único de dicha política en la zona del euro'', tal y como se puede observar en la nota de prensa anteriormente citada.

En el Informe Anual del BCE (2012, p.93), se entiende que ''un requisito para las OMC es una condicionalidad estricta y efectiva contenida en un programa adecuado de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera/el Mecanismo Europeo de Estabilidad (FEEF/MEDE). Esta condicionalidad tiene por objeto garantizar que los Gobiernos lleven a cabo las reformas necesarias y mantengan la disciplina fiscal. El Consejo de Gobierno contemplará las OMC en la medida en que estén justificadas desde la perspectiva de política monetaria, siempre que se respete plenamente la condicionalidad del programa, y las finalizará una vez se hayan alcanzado sus objetivos o en caso de incumplimiento del programa de ajuste macroeconómico o del programa precautorio''.

Estas operaciones contribuyeron a la relajación de las tensiones existentes en los mercados financieros. A pesar de que no se hicieron efectivas hasta 2014, contribuyeron a que se produjera un descenso de las primas de riesgo de los países con dificultades.

¹⁶ Para más información sobre las condiciones de las Operaciones Monetarias de Compraventa, disponible:
http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/12/Ar/Fic/presbce2012_99.pdf

Forward Guidance

La política de Forward Guidance es utilizada por parte de los Bancos como vía de comunicación. A través de ella se pretende determinar cuál va a ser la orientación de la política monetaria. Dicha orientación hace hincapié en los tipos de interés oficiales, con el objetivo de provocar un descenso en el nivel de incertidumbre existente. No sólo está dirigida a los tipos de interés, sino que hace referencia a otros instrumentos, como pueden ser el tipo de interés de depósito o la compra de activos.

Tal y como se puede observar en el Boletín Económico del Banco de España (2013, pp. 60-61), ‘‘las políticas de Forward Guidance pueden transmitirse a la economía a través de tres canales: 1) Curva de tipos de interés: el anuncio de la senda esperada de tipos oficiales influirá en los tipos de interés a largo plazo, que son más relevantes para las condiciones de financiación de los agentes. La efectividad de este canal se fundamenta en el hecho de que los tipos a largo plazo reflejan las expectativas de la senda de tipos de interés a corto plazo. 2) Reducción de la incertidumbre: en la medida en que la Forward Guidance reduce la incertidumbre sobre las decisiones de la política monetaria en el futuro, puede reducir la prima por plazo, la volatilidad y las primas de riesgo.3) Reducción de los tipos de interés reales en el entorno del límite cero de tipos oficiales: el anuncio de un tono acomodaticio durante un período prolongado permite incrementar el estímulo monetario cuando los tipos de interés oficiales están en el límite cero, al reducir los tipos de interés reales en el momento actual.’’

Operaciones de financiación destinadas al sector privado no financiero¹⁷

A mediados del año 2014, concretamente el 5 de junio, el BCE, a través del Consejo de Gobierno, optó por implantar los Préstamos Condicionados a Largo plazo, más conocidos por sus siglas en inglés, TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations). El principal objetivo que se pretendía conseguir con esta medida no convencional, era tratar de mejorar las condiciones en las que el sector bancario concedía al sector privado los créditos bancarios, excluyendo aquellos destinados a la adquisición de inmuebles, es decir, proporcionarle una serie de estímulos que permitieran que dicha medida llegara de forma real a la economía. Sin embargo, si esta

¹⁷ El sector privado no financiero hace referencia a las sociedades no financieras y a los hogares de la Zona euro.

medida no es utilizada o no consigue llegar a los destinatarios reales, se deberán devolver los fondos prestados.

Las operaciones TLRO tendrán una duración determinada, concretamente cuatro años, por lo que en 2018 vencerán y dejarán de surtir efecto. El importe estimado es de 400 mil millones de euros, a un tipo de interés que se rebajó hasta el 0,05% en 2015, a pesar de que en un principio ya era reducido, pues el BCE comenzó a prestar dinero a un 0,25%.

En la nota de prensa publicada por el BCE en la fecha señalada, se establece que ‘‘las entidades de contrapartida tendrán asignado inicialmente un límite máximo de préstamo en las TLTRO equivalente al 7% del importe total de sus préstamos al sector privado no financiero de la Zona euro’’.

En noviembre de 2014, una vez que se llevó a cabo la primera liquidación de las TLRO, se produjo un incremento de la liquidez de carácter transitorio, ya que posteriormente, volvió a los niveles previos a la liquidación.

Compras simples de bonos de titulación de activos (ABSPP¹⁸) y nuevo programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP3)

En la misma nota de prensa del apartado anterior, el BCE anunció otra medida, concretamente, la compra de bonos de titulación de activos. El objetivo no era otro que mejorar la transmisión de la política monetaria, ‘‘teniendo en cuenta el papel de ese mercado para facilitar nuevos flujos de crédito para la economía’’. Este objetivo se fundamenta en el respaldo que esos títulos tienen a través de los préstamos, lo cual permite al BCE comprar paquetes de préstamos a las empresas, para que puedan ser concedidos y verdaderamente lleguen a la economía real.

Por lo que respecta al nuevo programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP3). En el informe anual del BCE (2014, pp.53-54), ‘‘las compras las lleva a cabo todo el Eurosistema, aunque se ha empleado cierta especialización por motivos de eficiencia. Al igual que con el CBPP y el CBPP2, la cartera del CBPP3 puede utilizarse para realizar préstamos de valores. El anuncio e implementación se tradujeron en un claro descenso de los diferenciales de los activos correspondientes’’.

¹⁸ Asset Backed Securities Purchase Programme o Programa de Compras de Activos Respalados por Activos.

El BCE lo utilizó como un complemento para las TLRO y ABSPP, con la intención de que ambas medidas supondrían una adquisición de deuda privada, que podría alcanzar los 30 mil millones de euros.

Programa de Compras del Sector Público (PSPP, Public Sector Purchase Programme)

El año 2015 comenzó con la intención del BCE de seguir manteniendo objetivo de la estabilidad de precios en el mercado. El ciclo de baja inflación en el que estaba inmersa la economía europea, fue uno de los motivos que provocaron la puesta en marcha de esta medida, ya que a pesar de tener aspectos positivos, puede generar incertidumbre en la economía, lo cual es perjudicial para las posibles inversiones que se pretendan realizar. Para evitar que se de esta situación, este programa genera un estímulo a la economía, “relaja aún más las condiciones monetarias y financieras, abaratando el acceso de empresas y hogares al crédito, lo que representa un respaldo para la inversión y el consumo, y contribuye, en última instancia, a que los niveles de inflación vuelvan a situarse en niveles próximos al 2 %” (Nota de prensa del BCE, 22/01/2015).

El sistema que el BCE decidió implantar para conseguir estos objetivos, se denomina Programa de Compras del Sector Público (Public Sector Purchase Programme), en adelante PSPP. Calvo Vérguez, J. (2015, p.86), entiende que el programa se basa en “la articulación de compras combinadas de deuda pública y privada (bonos con cobertura y valores avalados por activos) por importe de 60 mil millones de euros al mes, desde marzo de 2015 y hasta septiembre de 2016 como mínimo, sin esterilización de la oferta monetaria y con riesgo compartido en un 20% entre el BCE y los bancos nacionales, con el 80% restante asignado a estos últimos”.

Con fecha posterior al anuncio del programa que se iba a implantar, concretamente el 28 de enero de 2015, el Banco de España anunció que en el caso de España, la compra de deuda pública sería aproximadamente de unos 100 mil millones de euros.

A finales del año 2015, el Consejo de Gobierno del BCE, decidió ampliar el programa implantado a principios de año, con la novedad de incluir en dicho programa los instrumentos de deuda emitidos por gobiernos locales y regionales. Esta ampliación supone ampliar el abanico de posibilidades del BCE respecto a la compra de deuda. Ahora bien, esa adquisición está limitada al cumplimiento de ciertas restricciones.

Por otro lado, Mario Draghi, presidente del BCE anunció en 2016 nuevas medidas extraordinarias, con el objetivo de estimular la economía. Concretamente, el quantitative easing (QE) se vio ampliado de 60 mil a 80 mil millones de euros mensuales, cifra similar a la que utilizó la Reserva Federal en EE.UU, a pesar de las numerosas críticas recibidas, como la del ministro alemán de finanzas Wolfgang Schäuble.

5. NUEVA UEM: RETOS DE LA UEM

El año pasado y el inicio de este ha sido difícil de gestionar para la UE, ya que han tenido lugar acontecimientos de trascendental importancia como la situación alarmante de Grecia, que la llevó al borde del colapso, la multitudinaria entrada de refugiados, que ha provocado un enorme desafío de carácter humanitario para la Eurozona, el terrorismo yihadista, con los atentados de París, la potencial salida de Reino Unido de la UE, el desplome del precio del petróleo, son algunos de los asuntos más trascendentales que tiene que afrontar la UE.

El presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, junto con otros colaboradores como Mario Draghi, presidente del BCE, Jeroen Dijsselbloem, presidente del Eurogrupo, Donald Tusk, presidente del Consejo Europeo y Martin Schulz, presidente del Parlamento Europeo, elaboraron una hoja de ruta que debería seguir la UE desde el año 2015 hasta 2025 aproximadamente. En dicho documento, denominado ‘‘Realizar la Unión económica y monetaria europea’’, se especifican tres escenarios, comprendidos entre corto, medio y largo plazo. En relación a ese documento, el presidente de la Comisión Europea, expuso lo siguiente: ‘‘El euro es una moneda compartida por 19 Estados miembros de la UE y más de 330 millones de ciudadanos. Es algo de lo que estar orgullosos. El euro protege a Europa. Pero también puede funcionar mejor. Nuestra Unión Económica y Monetaria sigue estando incompleta y prometí en el momento de asumir mi cargo que trabajaría para consolidar y complementar las medidas sin precedentes adoptadas durante la crisis con el propósito de aumentar su legitimidad democrática y hacerlas socialmente justas. Hoy, los cinco presidentes exponemos nuestra idea común. El mundo nos está mirando y quieren saber dónde vamos. Hoy dibujamos el camino de la integración monetaria y explicamos cómo llevarla a buen puerto’’. Dicha afirmación está publicada en el comunicado de prensa de

la Comisión Europea, correspondiente al día 22 de julio de 2015, disponible en la web de la citada Institución.

Los principales pasos que entienden que se tienen que dar, es decir, en el corto plazo (2015-2017), van destinados a una unión económica, financiera y fiscal, así como la responsabilidad democrática, la legitimidad y el fortalecimiento institucional.

Para poder conseguir una mejora en la unión económica, estos dirigentes de las más importantes instituciones de la Unión, consideran como trascendental que se produzca un gran impulso al empleo, el crecimiento económico y la convergencia, con medidas como la implantación de un sistema de Autoridades de Competitividad, refuerzo al procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PMD)¹⁹, así como una coordinación mucho mayor respecto a las políticas económicas.

Otro de las metas que se pretenden conseguir, es la unión financiera real. Para ello, se plantean en el citado documento una serie de objetivos, tales como: finalizar la Unión Bancaria, iniciar la Unión de Mercados de Capitales y consolidar la Junta Europea de Riesgo Sistémico. Del mismo modo, se plantea la posibilidad de conseguir la unión presupuestaria, a través de la implantación de un nuevo Consejo Fiscal Europeo Consultivo²⁰, tal y como se puede observar en el documento elaborado por los presidentes.

El resto de medidas referentes a la primera etapa, están directamente relacionadas con las responsabilidades democrática, legitimidad y consolidación institucional. Dichas medidas, están plasmadas en el informe ‘‘Realizar la Unión económica y monetaria europea’’, y son las siguientes: renovar el Semestre Europeo, Reforzar el control parlamentario en el marco del Semestre Europeo, aumentar el nivel de cooperación entre el Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales, reforzar el

¹⁹ El procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) es un mecanismo de supervisión y ejecución que tiene por objeto prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos en la Unión. Se basa en los siguientes elementos:

1. Un informe sobre el mecanismo de alerta, elaborado por la Comisión y basado en un cuadro de indicadores y umbrales.
2. Recomendaciones preventivas. Si, a tenor de los resultados del examen exhaustivo, la Comisión llega a la conclusión de que existen desequilibrios macroeconómicos, debe informar al Parlamento, al Consejo y al Eurogrupo.
3. Recomendaciones de correcciones en el marco del procedimiento de desequilibrio excesivo.
4. Planes de medidas correctoras.
5. Evaluación de las medidas correctoras.
6. Sanciones económicas potenciales.

Para más información, ver web del Parlamento Europeo: <http://www.europarl.europa.eu/portal/es>

²⁰ Este Consejo proporcionaría una evaluación pública e independiente, a escala europea, de la manera en que los presupuestos, y su ejecución, se atienen a los objetivos y recomendaciones económicos establecidos en el marco de gobernanza fiscal de la UE; sus dictámenes deberían tener en cuenta las decisiones adoptadas por la Comisión en el contexto del Semestre Europeo.

papel director del Eurogrupo, adoptar medidas para consolidar la representación exterior de la zona del euro, integrar en el marco jurídico de la UE el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, los apartados pertinentes del Pacto por el Euro Plus y el Acuerdo Intergubernamental sobre el Fondo Único de Resolución.

El objetivo a medio plazo, durante la segunda etapa (2017-2025), es conseguir completar la compleja arquitectura que conforma la UEM. Para ello, igual que ocurre en el anterior escenario, se plantean medidas enfocadas a mejorar la unión económica y fiscal. Dichas medidas deberán tener una mayor repercusión para tratar de conseguir que el proceso sea aún más vinculante.

En un documento elaborado por Jean-Claude Juncker, *Un nuevo comienzo para Europa*, plantea, a medio plazo, la necesidad de ‘reequilibrar el modo en que se concede apoyo condicional a la estabilidad de los países de la zona del euro inmersos en dificultades. En el futuro, se debe poder sustituir la «troika» por una estructura dotada de mayor legitimidad democrática y que rinda cuentas en mayor medida, basada en las instituciones europeas y sujeta a un mayor control parlamentario tanto a nivel europeo como a nivel nacional’.

Por último, en la última etapa planteada por los presidentes, el objetivo es que, una vez que se hayan llevado a cabo todas las medidas que se plantearon, la UEM sea lugar adecuado y próspero para todas las personas que residen en el seno de la Unión, es decir, que consiga ser una Unión de valores compartidos, donde no se vuelvan a repetir los errores del pasado, y donde la prosperidad, la transparencia y la no discriminación sean pilares en los que basar las políticas a aplicar por las instituciones y los Estados miembros.

6. CONCLUSIONES

En este trabajo se ha desarrollado un análisis de la política monetaria de la Unión Europea, centrado en la evolución de dicha política y en el estudio de las medidas adoptadas por el BCE, tanto convencionales como no convencionales.

Una vez analizadas las cuestiones anteriores, se puede llegar a la conclusión de que a pesar del informe elaborado por los presidentes de las más importantes instituciones de la Unión, en el que tratan de definir las estrategias a seguir y los objetivos a conseguir, resulta difícil poder determinar con exactitud cuál es el camino que va a seguir la Unión Económica y Monetaria y, por ende, cada uno de los Estados miembros, debido a la complejidad de las medidas que se pueden adoptar y, sobre todo,

a la incertidumbre imperante en los mercados. Tanto es así que los acontecimientos que están surgiendo en los últimos meses en Europa, están provocando turbulencias en el hipotético crecimiento de la economía, ya que los mercados financieros son muy sensibles a los acontecimientos, tanto negativos como positivos.

Independientemente de los aciertos o errores que se hayan cometido a la hora de plantear, aprobar y ejecutar las medidas expuestas a lo largo del TFG, no se puede olvidar o menospreciar el trabajo desempeñado por las diferentes instituciones, concretamente por el BCE, a la hora de intentar lograr la estabilidad de la economía.

Otra de las cuestiones de vital importancia es que las instituciones encargadas de adoptar estas medidas intenten que éstas lleguen con garantías a las familias y empresas, pues de no ser así, no se estará consiguiendo canalizar los recursos con los que cuenta la Unión Económica y Monetaria de manera eficaz y efectiva.

Para finalizar, con este trabajo se ha llegado a entender que para llevar a cabo un análisis de la política económica (en este caso de la política monetaria de la Unión Europea), hay que determinar cuáles son sus fines, objetivos, instrumentos y medidas. Por fines podemos entender el deseo o propósito que la sociedad tiene voluntad de alcanzar, como es el caso de la seguridad, libertad, igualdad, etc. Por otro lado, la materialización de esos fines se plasma en los objetivos que se pretenden lograr, como es el caso, entre otros, de la estabilidad de precios o la reducción del déficit público. Para que esos objetivos sean alcanzables, se necesitan una serie de instrumentos que lo faciliten. Algunos instrumentos pueden ser los impuestos, tipos de interés, operaciones de ajuste, etc. A partir de los instrumentos con los que cuenta un gobierno, un organismo o cualquier Institución, hay que comenzar a adoptar medidas, las cuales pueden ir encaminadas a la variación o no de los instrumentos. Algunos ejemplos pueden ser la reducción de los tipos de interés, reducción de impuestos o mantenimiento del gasto público.

7. BIBLIOGRAFÍA

Aixalá, J. (2015), ‘Las políticas macroeconómicas’, en García Delgado, J.L y Myro, R., *Lecciones de Economía Española*, Cizur Menor (Navarra), Thomson Reuters, pp.310-312.

Banco de España, Nota de Prensa, (10/5/2010): <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/10/Arc/Fic/presbce62.pdf>.

Banco de España (2012): ‘Regulación financiera: Cuarto trimestre de 2011’, *Boletín Económico*, enero 2012, pp.100-101.

Banco de España, Nota de prensa del BCE (6/10/12) traducida: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/12/Arc/Fic/presbce2012_99.pdf.

Banco de España (2016), [http://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioPolt/agregados_monetarios_operaciones_principales_de_financiación_y_activos_de_garantía](http://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioPolt/agregados_monetarios_operaciones_principales_de_financiacion_y_activos_de_garantia).

BCE (2009): ‘La aplicación de la política monetaria desde agosto de 2007’, *Boletín mensual del BCE*, julio 2009, p.87.

BCE (2009): ‘Informe mensual sobre el programa de adquisiciones de bonos garantizados (covered bonds) del Eurosistema’, *Boletín mensual del BCE*, julio 2009, pp.1-2.

BCE (2010): ‘La respuesta del BCE a la crisis financiera’, *Boletín mensual del BCE*, octubre 2010, pp.66-67.

BCE (2010): ‘El crecimiento monetario en la zona del euro y el Programa para el Mercado de Valores’, *Boletín Mensual del BCE*, junio 2010, pp. 25-28.

BCE (2011): ‘La aplicación de la política monetaria en la zona del euro’. *Diario Oficial de la Unión Europea*, septiembre 2011, pp.14-29.

BCE (2011): ‘La política monetaria del BCE’, *Boletín mensual del BCE*, mayo 2011, pp.139-140.

BCE (2011): *Boletín mensual del BCE*, julio 2011, p. 60.

BCE (2011): *Informe Anual 2011*, pp.92-93.

BCE (2012): ‘Operaciones y actividades como Banco Central’, *Informe Anual 2012*, p.93.

BCE (2014): *Informe Anual 2014*, pp.53-54,

BCE (2016), <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.es.html>.

- Bernanke, B. y Reinhart, V (2004): «Conducting monetary policy at very low short-term interest rates», *American Economic Review*, 94(2), pp. 85-90.
- Calvo Hornero, A. y Seco Presencio, A. (2015): “La Unión Europea como emisor de deuda y los mecanismos de ayuda financiera. Los instrumentos de los MAF”. *Revista Universitaria Europea* Nº 22, enero-junio, pp.69-96.
- Calvo Vérguez, J. (2015): “Economía internacional”, *Cuadernos de información económica*, p.86
- Camarero Olivás, M. y Tamarit Escalona, C. (2013), “La Unión Monetaria Europea”, en Jordán Galduf, J.M. y Tamarit Escalona, C.: *Economía de la Unión Europea*, Cizur Menor (Navarra), Thomson Reuters, pp.266 y 276.
- Diario Expansión (2016), <http://www.expansion.com/diccionario-economico/ecu.html>
- Diario oficial de la Unión Europea, *La política monetaria del BCE*, 2011.
- Esteve V. y Prats M.A. (2011), “La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional”, *Principios*, pp.5-6
- Galiano Sevilla, M. y Parejo Gámir, J.A. (2005), “El marco operativo de la política monetaria única. Instrumentos y procedimiento”, *La política monetaria de la UEM: un análisis valorativo*, pp.323-327
- González-Páramo, J.M. (2012), “La gestión del banco central europeo ante la crisis”, *Revista de Economía Mundial* 30, pp. 83-102.
- Jean-Claude Juncker (2014): “Un nuevo comienzo para Europa: mi Agenda en materia de empleo, crecimiento, equidad y cambio democrático”. *Orientaciones políticas para la nueva Comisión Europea*, pp.8-9.
- Jordán Galduf, J.M. y Tamarit Escalona, C. (2013), “Aspectos generales de la Unión Europea”, *Economía de la Unión Europea*, Cizur Menor (Navarra), Thomson Reuters, pp.34-41.
- Jordán Galduf, J.M. y Tamarit Escalona, E. (2013), “Las políticas macroeconómicas en la UEM”, *Economía de la Unión Europea*, Cizur Menor (Navarra), Thomson Reuters, p.296
- López, S y del Río, P. (2013): “El uso de la orientación de expectativas o FORWARD GUIDANCE”, *Boletín Económico*, diciembre 2013, pp. 60-61.
- Nota de prensa del BCE (5/06/2014): https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.es.html
- Nota de prensa del BCE (22/01/2015): https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.es.html

Nota de prensa Comisión Europea (22/07/2015):

<http://www.europarl.europa.eu/portal/es>

Ugai, H. (2006): ‘‘Effects of the quantitative easing policy: a survey of empirical analyses’’, *Monetary and Economic Studies*, 25 (1), 1-48.

Web del Banco Central Europeo (2016):

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

Web del Banco de España (2016): <http://www.bde.es/bde/es/>

Web del Parlamento Europeo (2016): <http://www.europarl.europa.eu/portal/es>