



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO DE
SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

DESARROLLO DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA UNIÓN EUROPEA

Presentado por M^a Eugenia Rodríguez Alonso

Tutelado por: Carmelo García Sánchez

Soria, a 16 de Marzo de 2017

CET

FACULTAD de CIENCIAS EMPRESARIALES y del TRABAJO de SORIA

ÍNDICE

INDICE

INTRODUCCIÓN 3

CAPÍTULO 1

MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

1.1. El camino hacia la Unión Económica y Monetaria 7

1.2. Instituciones de la Unión Europea 18

 1.2.1 Sistema Europeo de Bancos Centrales 18

 1.2.2 Eurosistema 18

 1.2.3 Banco Central Europeo 19

CAPÍTULO 2

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (1999-2007)

2.1. Instrumentación convencional de la política monetaria 25

 2.1.1. Operaciones de mercado abierto 25

 2.1.1.1 Clases de operaciones de mercado abierto 26

 2.1.1.2 Instrumentos para la ejecución de OMA 29

 2.1.2. Facilidades permanentes 31

 2.1.3 Sistema de Reservas Mínimas 33

 2.1.4 La selección de las entidades con las que opera el SEBC y de los activos de garantía 34

 2.1.4.1 Entidades de contrapartida 34

 2.1.4.2 Activos de garantía 35

2.2. Evolución de la política monetaria 37

CAPÍTULO 3

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (2007-2017)

3.1. Instrumentación no convencional de la política monetaria 49

 3.1.1. Anticipo de suministro de liquidez 49

 3.1.2. OFPML complementarias a seis meses 50

 3.1.3 Líneas financieras Swaps 50

 3.1.4 Operaciones de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena 51

 3.1.5 Aumento de la lista de activos de garantía admitidos 51

ÍNDICE

3.1.6 Programas de estímulo a través de la compra de bonos garantizados	52
3.1.7 Programa para el mercado de valores.....	52
3.1.8 Programa de operaciones monetarias de compraventa.....	53
3.1.9 Opción de reembolso.....	53
3.1.10 Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico	54
3.1.11 Programa de adquisición de bonos de titulación de activos	55
3.1.12 Programa de compras del sector público.....	55
3.1.13 Nuevas operaciones de financiación a plazo más largo	56
3.1.14 Programa de adquisición de bonos corporativos	56
3.1.15 Programa de compra de activos	56
3.2. Evolución de la política monetaria	58

CAPÍTULO 4 CONCLUSIONES

4.1. Conclusiones	73
--------------------------------	-----------

ABREVIATURAS	77
---------------------------	-----------

BIBLIOGRAFÍA	81
---------------------------	-----------

ANEXO I

Banda de fluctuación	87
----------------------------	----

ANEXO II

Tipo de interés de las OPF	94
----------------------------------	----

ANEXO III

Tipo de interés de las OFPML	100
------------------------------------	-----

ANEXO IV

Calendario indicativo de los periodos de mantenimiento de reserva de 2016	106
---	-----

ÍNDICE DE TABLAS, FÍGURAS Y GRÁFICOS

CAPÍTULO 1 MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

TABLAS

1.1 Número de unidades de las monedas en la cesta del ECU y ponderación en el ECU (1989)	9
1.2 Número de unidades de las monedas en la cesta del ECU. Evolución.....	10
1.3 Etapas de la Unión Monetaria y Económica	11
1.4 Criterios de convergencia.....	12
1.5 Tipos de cambio irrevocable	16

FIGURAS

1.1 Mapa con los países de la Eurozona (2015)	17
1.2 Cronología de la UME.....	17
1.3 Órganos rectores del BCE	20
1.4 Esquema sobre los órgano rectores del BCE.....	22

CAPÍTULO 2 EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (1999-2007)

TABLAS

2.1 Operaciones de mercado abierto del Eurosistema.....	26
2.2 Facilidades permanentes del Eurosistema.....	31
2.3 Criterios de selección de los activos de garantía.....	36
2.4 Desarrollo de las OPF (1999-2007)	39
2.5 Desarrollo de las OFPML (1999-2007)	40
2.6 Desarrollo de las operaciones de ajuste (1999-2007).....	42
2.7 Desarrollo de las operaciones estructurales (1999-2007)	42
2.8 Desarrollo de las facilidades marginales de crédito (1999-2007)	43
2.9 Desarrollo de las facilidades marginales de depósito (1999-2007)	44
2.10 Desarrollo del sistema de reservas mínimas (1999-2007)	45

GRÁFICOS

2.1 Comparativa entre el tipo de interés aplicado a las OPF y a las OFPML (1999-2007)	28
2.2 Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario.....	33
2.3 Desarrollo de la inflación medida por el IAPC	37
2.4 Desarrollo de los tipos EONIA (2004)	41

CAPÍTULO 3 EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (2007-2017)

TABLAS

3.1 Desarrollo de las OPF (2008-2015)	63
3.2 Desarrollo de las OFPML regulares (2008-2015)	64
3.3 Desarrollo de las OFPML complementarias (2008-2015)	64
3.4 Desarrollo de las operaciones de ajuste (2008-2015)	65
3.5 Desarrollo de las facilidades permanentes (2008-2015)	66
3.6 Desarrollo de Reservas Mínimas (2008-2015)	67

GRÁFICOS

3.1 Evolución de los principales instrumentos no convencionales que adopta el BCE (2007-2011)	49
3.2 Liquidez diaria en las facilidades marginales de depósito	51
3.3 Desarrollo de la tasa de inflación (2009-2016)	61
3.4 Desarrollo del Euribor (1999-2016)	61
3.5 Operaciones de liquidez (absorción e inyección) ejecutadas por el Eurosistema (2009-2016)	62

INTRODUCCIÓN

La política monetaria que tenemos actualmente en Europa es resultado de un largo proceso en el que ha ido evolucionando según las necesidades que presentaba el mercado. La idea del establecimiento de una unión económica y monetaria en Europa surgió hace más de medio siglo, con la fundación de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA) por seis países en 1952 (Tratado de Roma). En los años posteriores se realizaron nuevos avances hacia la integración europea que culminaron con el Tratado de Maastrich en 1993 creándose la Unión Europea (en adelante UE). Este tratado entró en vigor en 1999 e impone al Banco Central Europeo (en adelante BCE) como objetivo prioritario de la política monetaria la estabilidad de precios.

Desde su entrada en vigor, se aplicaron medidas eficientes con el fin de alcanzar el objetivo de la UE, pero en 2007 la crisis de las hipotecas subprime estadounidense provoca una crisis financiera al resto del mundo. Este hecho ocasiona un incremento de la deuda pública y privada, así como la desconfianza por parte de las entidades de crédito.

A partir de entonces, el BCE estable unos instrumentos no convencionales para hacer frente a esa situación de inestabilidad financiera y poder así restablecer la orientación de su política monetaria europea.

Debido a esta grave crisis, el BCE se vio obligado a aplicar nuevos instrumentos a corto y largo plazo para consolidar y fortalecer el mercado, con el objeto de poder controlar la liquidez en circulación y los tipos de interés oficiales con el fin de alcanzar el objetivo de la política monetaria de la UE.

He elegido analizar este tema ya que considero que los instrumentos que utiliza la política monetaria europea son imprescindibles para regular el correcto funcionamiento de los mercados financieros y para la economía mundial que de manera directa o indirecta nos influye a nosotros.

INTRODUCCIÓN

Los objetivos principales que me propongo al realizar este trabajo son:

- Averiguar cómo y de qué manera ha ido evolucionando desde su creación la actual Unión Europea.
- Conocer las instituciones que componen y forman la UE.
- Profundizar en los instrumentos que lleva a cabo el BCE antes y después de la crisis financiera del 2007 con el fin de alcanzar un único objetivo principal.
- Investigar cómo han ido desarrollándose estas medidas a lo largo de todos estos años y valorar si son las más adecuadas para hacer frente a la situación que se vive en cada momento.

Para realizar mi trabajo, desde un punto de vista metodológico, he procedido a hacer una investigación empírica exhaustiva mediante recopilación de datos obtenidos primordialmente del Banco Central Europeo.

El resultado final de este trabajo se refleja en este documento, el cual se divide en cuatro capítulos. El primero de ellos analiza los hitos y tratados más importantes que han permitido el desarrollo de la unión económica y monetaria desde su origen en 1952 hasta la actualidad. La última parte de este primer capítulo se ocupa de describir las instituciones que componen dicha unión y las principales funciones que llevan a cabo.

El segundo capítulo se ocupa de especificar cuál es el objetivo principal de las instituciones que conforman la UE, la estabilidad de precios. Para lograr ese propósito, el BCE implanta unos instrumentos convencionales para estructurar una política monetaria eficaz, los cuales serán analizados detalladamente en este capítulo que analiza desde 1999 hasta 2007. También se explican las entidades que tienen posibilidad de participar en esas medidas, así como los activos que se pueden emplear. En el último apartado de este capítulo se estudia cómo han ido evolucionando estas medidas y los cambios que han ido experimentando.

El tercer capítulo se centra en describir las medidas no convencionales que implanta el BCE tras el estallido de la crisis financiera a finales del 2007. En la última parte de este capítulo se analiza la evolución de las medidas tanto convencionales como no convencionales hasta el año 2017, así como las modificaciones que han experimentado los tipos de interés.

Finalmente el cuarto capítulo expone las principales conclusiones extraídas del análisis realizado en este Trabajo Fin de Grado.

Capítulo 1

MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

CAPÍTULO 1: MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

La Unión Económica y Monetaria que tenemos en la actualidad entre los países europeos es el resultado de una progresiva integración económica.

En este capítulo hablaremos de los principales hitos que han marcado las etapas de la Unión Económica y Monetaria, logrando así la implantación de una moneda común y de una política monetaria única. También nombraremos las cumbres, conferencias, tratados e instituciones que han llevado a cabo la presente unión.

Además analizaremos las instituciones y órganos que se encargan del funcionamiento y propósitos de la Unión Económica y Monetaria.

1.1 El camino hacia la Unión Económica Y Monetaria

Tras dos guerras mundiales, los dos países protagonistas, Francia y Alemania propusieron al Ministro de Asunto Exteriores francés, Robert Schuman, la idea de poner en común los dos sectores económicos más importantes de ambas guerras: el carbón y el acero.

En 1951, con el Tratado de París¹ los líderes políticos de Francia, Alemania Federal, Luxemburgo, Italia, Bélgica y Países Bajos fundaron la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (en adelante CECA), dirigido por la Alta Autoridad². Este tratado es considerado como el punto de origen hacia la Unión Económica y Monetaria (en adelante UME).

“Pero ni Robert Shuman ni Jean Monnet, al igual que otros “europeístas”, ignoraban que una integración limitada al sector del carbón y el acero era suficiente. Era preciso ir más lejos; de una comunidad económica hacia una comunidad política”. (Besné Mañero, Canedo Arrillaga y Pérez de las Heras, 1998, p.26).

El 25 de marzo de 1957 los líderes políticos firmaron el Tratado de Roma³, el cual entra en vigor el 1 de enero de 1958, que dio origen a la Comunidad Económica Europea (en adelante CEE), organización internacional establecida para lograr un mercado común⁴ y, la Comunidad Europea de la Energía Atómica (en adelante EURATOM) para el desarrollo de una industria nuclear propia.

Los seis países creadores de la CEE se regían por el sistema monetario internacional que había en ese momento, llamado Sistema Bretton Woods⁵, el cual se guiaba por un régimen de paridades fijas estables y ajustables.

¹ Tratado celebrado en París el 18 de abril de 1951 que daba existencia a la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA) y, contenía medidas de liberación comercial aplicada recíprocamente entre los seis países firmantes. Se considera el embrión de la actual UE.

² Primer órgano ejecutivo colegiado y supranacional de la CECA. Presidido por Jean Monnet.

³ Tratado celebrado en Roma el 25 de marzo de 1957 que daba existencia a la Comunidad Económica Europea (CEE) y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (Euratom).

⁴ Unión aduanera y zona de libre comercio que permitiese la libre circulación de personas, mercancías y capitales.

⁵ Sistema que funcionó entre 1944 y 1973. Mantenía los tipos de cambio fijos respecto al dólar. Esta moneda era convertible en oro a una tasa fija de 35 dólares por onza de oro. El resto de monedas estaban ligadas al dólar dentro de unos márgenes de fluctuación del 1%.

CAPÍTULO 1

En la Cumbre de La Haya celebrada en diciembre de 1969, el primer Ministro francés Raymond Barre, propuso la idea de establecer una moneda única para toda la Comunidad como proceso de integración europea. Sin embargo, el sistema de Bretton Woods no lo demandaba.

Pero desde finales de la década cincuenta y, ente 1968 y 1969, Estados Unidos empezó a tener complicaciones económicas y el sistema monetario internacional revelaba signos inequívocos de siniestro, provocando la revalorización del marco alemán y la devaluación del franco francés. Debido al contexto de considerable inestabilidad del mercado de divisas internacionales, de recesión mundial y la crisis del petróleo en 1973, los países miembros de la CEE intentaron constituir un marco que les permitiera conseguir una estabilidad monetaria y económica.

Por lo que en octubre de 1970, el primer Ministro de Luxemburgo, Pierre Werner hizo público un proyecto llamado Informe Werner, en el cual proponía la invención de una unión económica y monetaria en un plazo de diez años estructurada en tres fases que culminaría con la implantación de una moneda única para toda la Comunidad en 1980.

La primera fase comenzó en la Cumbre de Paris en abril de 1972, donde se creó un mecanismo comunitario denominado Serpiente Monetaria⁶ que permitía controlar las monedas de los países de la CEE dentro de unos márgenes estrechos de fluctuación frente al dólar. Con la crisis del petróleo y la debilidad del dólar, este sistema entró en crisis y se convirtió en el mecanismo de tipo de cambio reducido a una « zona de influencia de marco alemán », que estaba formada por Alemania, Dinamarca y países del Benelux⁷. Años más tarde, en 1979 se creó el Sistema Monetario Europeo propuesto por Roy Jenkins, presidente de la Comisión Europea, cómo alternativa a la desaparición del mecanismo de la Serpiente Monetaria.

La segunda fase se produjo en 1973, con la creación del Fondo Europeo de Cooperación Monetario (en adelante FECOM), cuyo objetivo consistía en efectuar las liquidaciones entre los Bancos Centrales de la Comunidad y apoyar a la Serpiente Monetaria. Un año después este órgano desapareció y se estableció el Instituto Monetario Europeo (en adelante IME).

Durante la tercera y última fase en 1974, se pretendía lograr una mejor afinidad y coordinación entre las políticas económicas de la Comunidad.

“Los proyectos de integración monetaria formulados pero no ejecutados y las realizaciones efectivas que precedieron al SME, así como la creación de éste y su posterior desarrollo, constituyen la lógica económica acumulativa que desemboca en la UME” (González Ibán y Ahijado Quintillán, 1999, p.35).

El Sistema Monetario Europeo (en adelante SME-1) surgió en 1979 a raíz del Consejo Europeo⁸ conforme acuerdo de los miembros de la CEE. Su principal objetivo

⁶ Instrumento monetario para limitar el margen de fluctuación de las monedas europeas frente al dólar en $\pm 2,2\%$ con el fin de mantener una estabilidad en las cotizaciones cruzadas de sus monedas. En 1973 este mecanismo empezó a fluctuar libremente.

⁷ Unión aduanera y económica formada por Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo.

⁸ Sus miembros son los jefes de Gobierno de los países miembros de la UE, el presidente del Consejo Europeo y el presidente de la Comisión Europea. Define las prioridades políticas generales de la UE y está presidido por Donald Tusk desde septiembre de 2014.

CAPÍTULO 1: MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

se basaba en unos tipos de cambios estables pero ajustables con el fin de crear una zona de estabilidad monetaria entre todas las monedas de la Comunidad. Para conseguir este objetivo, el SME-1 presentó tres elementos básicos:

1. European Currency Unit (en adelante ECU)

Fue una “moneda virtual”, una unidad de cuenta europea que se utilizó como referencia entre las monedas comunitarias. El ECU era una “divisa cesta” cuyo valor estaba basado en una media ponderada de las monedas participantes, a partir del potencial económico⁹ de los países.

El ECU además de ser la moneda de referencia para fijar los tipos de cambios entre las relaciones financieras de la Comunidad, servía como medio de pago y reserva de los bancos centrales nacionales de la Comunidad y también, fue objeto de uso en transacciones financieras privadas.

Se examinaba la composición del ECU cada cinco años, cada vez que nuevos países se incorporaban a la CEE o cuando un Estado Miembro solicitaba una revisión y corrección en caso de que el peso de su moneda variara en más de un 25%.

El ECU fue revisado por segunda y última vez en septiembre de 1989, cuando se produjo la entrada del escudo portugués y la peseta española.

Tabla 1.1 Número de unidades de las monedas en la cesta del ECU y ponderaciones en el ECU (1989)

MONEDA	Nº DE UNIDADES	PONDERACIÓN (%)
MARCO ALEMÁN	0,6242	31,95
FRANCO FRANCÉS	1,332	20,22
LIBRA ESTERLINA	0,08784	12,37
FLORÍN HOLANDÉS	0,2198	10,00
FB (LUXEMBURGUÉS)	3,301	8,520,13
LIRA	151,8	7,79
PESETA	6,885	4,16
CORONA DANESA	0,1976	2,65
LIBRA IRLANDESA	0,008552	1,16
ESCUDO PORTUGUÉS	1,393	0,71
DRACMA GRIEGO	1,44	0,47

Fuente: Ahijado (1998)

⁹ Se calcula realizando la media entre el Producto Interior Bruto (en adelante PIB) y el volumen de comercio internacional.

CAPÍTULO 1

Tabla 1.2 Número de unidades de las monedas en la cesta del ECU. Evolución.

	Del 13-3-97 al 17-9-84	Del 16-9-84 al 20-9-89	Desde 21-9-89
MARCO ALEMÁN	0,828	0,719	0,6242
FRANCO FRANCÉS	1,15	1,31	1,332
LIBRA ESTERLINA	0,0885	0,0878	0,08784
FLORÍN HOLANDÉS	0,286	0,256	0,2198
FB (LUXEMBURGUÉS)	3,8	3,85	3,431
LIRA ITALIANA	109	140	151,8
CORONA DANESA	0,217	0,219	0,1976
LIBRA IRLANDESA	0,00759	0,00871	0,008552
PESETA ESPAÑOLA	-	-	6,885
ESCUDO PORTUGUÉS	-	-	1,393

Fuente: Ahijado (1998)

2. Mecanismo de Tipos de Cambios

Se estableció un Mecanismo de Tipos de Cambio fijos pero ajustables (en adelante MTC I) con el fin de estabilizar las fluctuaciones monetarias que formaban parte de la SME-1. Para ello, se estableció un tipo central de cambio para cada moneda participante respecto del ECU, unos tipos centrales bilaterales entre las monedas de la SME-1.

Esos tipos tenían que variar dentro de una banda de fluctuación fijada con antelación y comprendida entre $\pm 2,25\%$ con respecto a la paridad central bilateral, excepto la peseta española y la lira esterlina, las cuales se les otorgó una banda de $\pm 6\%$.

En 1992 se tomó la decisión de que la banda de fluctuación pudiera aumentar hasta el $\pm 15\%$, pudiendo así lograr un mecanismo mucho más flexible en los tipos de cambio de las divisas. Los tipos de cambio centrales podían ser reformados por acuerdo entre los países participantes en el MTC I.

3. Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (en adelante FECOM)

El FECOM fue creado en 1972 con el fin de promover el correcto funcionamiento de los márgenes de fluctuación de las monedas europeas entre sí, ayudar en las intervenciones de las monedas europeas en los mercados de cambios y la realización de normas entre los bancos centrales que tuviesen por objeto una política de reservas concertada.

En 1985 se produjo la adopción del Programa sobre el Mercado Único¹⁰, el cual se consideraba un fracaso a largo plazo ya que, la libre circulación de capitales, la estabilidad del tipo de cambio y las políticas monetarias individuales de cada Estado Miembro de la Comunidad formaban un “triángulo imposible”. Esto se denominó así porque a pesar de tener como objeto formar y potenciar un mercado único, era evidente que todavía había costes inevitables a la hora de la conversión de la moneda y a las incertidumbres que producían las fluctuaciones del tipo de cambio.

¹⁰ Es el mercado interior de la UE que ha logrado la libre circulación de bienes, servicios, capital y personas. Se creó en 1993 y desde su adopción, ha creado más empleo y ha reducido muchas barreras comerciales.

CAPÍTULO 1: MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

Con la firma del Acta Única Europea (AUE) por parte de nueve Estados miembros, a los que siguieron Dinamarca, Italia y Grecia y, su entrada en vigor el 1 de Julio de 1987 supuso un nuevo impulso hacia la creación de una deseada UME, potenciando un verdadero mercado único sin fronteras internas e instaurando una moneda única y común que fortaleciera las relaciones internas de los países pertenecientes a la Comunidad.

En 1988, el Consejo Europeo reunió en Hannover a los gobernadores de los bancos centrales nacionales (en adelante BCN's) de cada país que formaban parte de la CEE con el fin de que propusieran ideas y medidas necesarias para constituir la UME. Este comité presidido por Jaques Delors, en ese entonces presidente de la Comisión Europea, decidió poner en marcha el resultado al cual había llegado, denominado Informe Delors debido a que el Informe Werner fue todo un fracaso.

Jaques Delors, en su informe proponía como objetivo llegar a una unión monetaria y económica real con la liberalización de movimientos de capitales, plena integración de los mercados económicos y financieros y, el establecimiento de una moneda única. Se estipulaba que podría lograrse en tres etapas con distintos objetivos:

Tabla 1.3 Etapas de la Unión Monetaria y Económica

PRIMERA ETAPA <i>(1990-1994)</i>	Eliminación de la restricciones de capital
	Aumento de la cooperación entre los bancos centrales
	Libre utilización del ECU
	Progreso de la convergencia económica
SEGUNDA ETAPA <i>(1994-1999)</i>	Creación del Instituto Monetario Europeo (IME)
	Prohibición a los bancos centrales de conceder crédito
	Mejora en la coordinación de las políticas monetarias
	Refuerzo de la convergencia económica
	Proceso conducente a la independencia de los bancos centrales nacionales con el fin de establecer el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)
TERCERA ETAPA <i>(1999- en adelante)</i>	Fijación irrevocable de los tipos de conversión
	Introducción del euro
	Ejecución de la política monetaria única por parte del SEBC
	Entrada en vigor del mecanismo de tipos de cambio de la UE (MTC II)
	Entrada en vigor del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Fuente: Banco Central Europeo

❖ PRIMERA ETAPA DE LA UME

Con el Informe Delors el 1 julio de 1990 empieza la primera fase de la UME, en la que los Estados miembros debían llevar a cabo la liberalización de movimientos de capital. Asimismo, ese mismo año, el Consejo Europeo convocó una reunión entre los Gobiernos de los diferentes miembros de la Comunidad para realizar las modificaciones oportunas del Tratado de Roma para poder establecer las bases la UME.

CAPÍTULO 1

El 7 de Febrero de 1992 los países miembros de la Comunidad Europea (CE) firmaron en Maastricht el Tratado de la Unión Europea (en adelante TUE). Los objetivos del tratado en torno a la UME eran:

- Establecer un calendario preciso para asentar las bases de la UME.
- Definir las instituciones y mejorar la eficiencia de las mismas que gestionarían la política monetaria.
- Establecer una unión económica y monetaria.
- Implantar una política exterior y de seguridad común.
- Constituir unos requisitos macroeconómicos, denominados “criterios de convergencia”¹¹.

Tabla 1.4 Criterios de convergencia

Qué se mide	Cómo se mide	Criterios de Convergencia
Estabilidad de los precios	Tasa de inflación armonizada respecto al índice de precios al consumo	Una tasa no superior en más de 1,5% a la de los tres Estados miembros con mejor estabilidad de precios
Solidez de las finanzas públicas	Déficit público en % del PIB	Valor de referencia: no superior al 3%
Sostenibilidad de las finanzas públicas	Deuda pública en % del PIB	Valor de referencia: no superior al 60%
Carácter duradero de la convergencia	Tipos de interés a largo plazo	Un tipo no superior en más del 2% al de los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de los precios
Estabilidad de los tipos de cambio	Desviación con respecto al tipo de cambio central	Participación en el MTC durante dos años sin tensiones graves

Fuente: <http://ec.europa.eu>

❖ SEGUNDA ETAPA DE LA UME

La segunda fase de la UME, se inició en Frankfurt el 1 de enero de 1994 a partir de la creación del Instituto Monetario Europeo (IME) con el fin de sustituir al FECOM y asumir las tareas que desarrollaba el Comité de Gobernadores. En esta etapa, también se acordó la independencia de todos los Bancos Centrales con el objetivo de conseguir una estabilidad económica, formando así una política monetaria uniforme, única y común.

¹¹ Para que un Estado miembro pueda adoptar el euro debe alcanzar un alto grado de convergencia económica sostenible, es decir, debe de cumplir con los criterios de convergencia establecidos por el Tratado de Maastricht.

CAPÍTULO 1: MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

El IME tenía las siguientes funciones:

- Reforzar la cooperación y coordinación entre los bancos centrales y sus respectivas políticas monetarias.
- Tener controlado el debido funcionamiento del Sistema Monetario Europeo (SME).
- Dar consejo a las entidades nacionales sobre propósitos legislativos que estén dentro de su ámbito de competencia.
- Supervisar y suministrar el uso del ECU.
- Vigilar los mercados financieros.

En 1995 el Consejo Europeo se reunió en Madrid para decidir el nombre de la nueva moneda única, el euro. En esta reunión, además de determinar la unidad monetaria del futuro, se estableció que se introduciría a partir del 1 de enero de 1999, fecha en la que se iniciaría la tercera etapa. La introducción de dicha moneda estaba formada por tres etapas diferentes:

- **Etapa A (de enero de 1999 a diciembre de 2001):** el euro podrá ser utilizado en operaciones financieras y mercantiles y, en la realización de cobros y pagos físicos se utilizará las monedas nacionales.
- **Etapa B (de enero a junio del 2002):** para todo tipo de cobros y pagos, coexistirán tanto las monedas nacionales como el euro.
- **Etapa C (a partir de julio del 2002):** el euro será la única moneda legal para aquellos países que formen parte de la tercera fase de la UME.

En este mismo año, Austria, Finlandia y Suecia se integraron a la Unión Europea.

En diciembre de 1996 el IME presentó los diseños para los billetes y las monedas en euros. Estas monedas tienen una cara europea común, elegida por los ciudadanos y ratificada por el Consejo Europeo y otra cara nacional, diseñada y elegida individualmente por cada Estado miembro.

En junio de 1997 el Consejo ECOFIN¹² y el IME, exponen al Consejo Europeo un informe con el fin de preparar las futuras relaciones monetarias y cambiarias entre el euro y el resto de divisas europeas. El informe determinaba los elementos fundamentales del nuevo mecanismo de tipos de cambio (en adelante MTC II).

Ese mismo año, el Consejo Europeo de Ámsterdam, aprobó las medidas y compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (en adelante PEC). La Resolución del Consejo proporcionó orientaciones políticas a los Estados miembros, al Consejo y a la Comisión con el fin de supervisar el cumplimiento de este pacto, ya que el objetivo de

¹² El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN) está integrado por los Ministros de Economía y Hacienda de los países miembros y se encargan de llevar cuestiones económicas, fiscales y financieras de la política de la UE. Se reúnen una vez al mes.

CAPÍTULO 1

éste era garantizar la estabilidad presupuestaria para poder entrar en la tercera fase conforme a la UME. Según manifiesta la Comisión Europea:

Los Estados miembros se comprometen a:

- Adoptar medidas presupuestarias necesarias para conseguir la estabilidad y convergencia.
- Hacer públicas las recomendaciones que les traslada el Consejo.
- Aplicar ajustes presupuestarios correctores cuando se notifique déficit excesivo.
- Corregir el déficit excesivo lo antes posible.
- Rechazar el carácter excepcional de un déficit asociado a una baja anual del PIB de menos del 2%, excepto si sufren una grave recesión.

Por su parte, el Consejo debe de:

- Valorar los plazos previstos para la aplicación del procedimiento de déficit excesivo como plazos máximos.
- Determinar la imposición de sanciones si un Estado miembro participante no adopta las medidas necesarias para poner fin a una situación de déficit excesivo y aplicar rigurosamente toda la gama de sanciones previstas.
- Manifestar por escrito las razones que justifiquen una decisión de no intervenir.

La Comisión se compromete a:

- Practicar el derecho de facilitar el funcionamiento severo, rápido y eficaz del PEC.
- Realizar un informe cuando exista un riesgo de déficit excesivo o cuando el déficit público previsto o efectivo sea mayor al valor de referencia del 3% del PIB.
- Mostrar informes, dictámenes y recomendaciones necesarios para permitir al Consejo llevar a cabo sus acciones lo antes posible.
- Por petición del Consejo, formula una recomendación, sobre cuya base el Consejo determinará si hay o no déficit público.
- Demostrar por escrito al Consejo las razones que justifican el por qué un déficit que supera el 3% no es excesivo en algunos países.

El 2 de mayo de 1998 el Consejo Europeo en Bruselas estableció que serían once Estados miembros los que cumplieran todos los criterios de convergencia, por lo que fueron éstos quienes adoptarían el euro como moneda única durante la tercera fase la UME. Estos

CAPÍTULO 1: MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

once países fueron Finlandia, Portugal, Países Bajos, Austria, Italia, Luxemburgo, España, Francia, Irlanda, Alemania y Bélgica.

Fuera de la tercera etapa de la UME quedaron Reino Unido y Dinamarca, ya que éstos lo optaron así por acogerse a una cláusula de exención voluntaria¹³. Ambos países podrían incorporarse en cualquier momento si superan el examen de convergencia. Grecia¹⁴ y Suecia no cumplieron los requisitos necesarios de convergencia.

Un mes más tarde, se reunió los jefes de Estado de los once países que introducen en su política la moneda única y crean el Banco Central Europeo (en adelante BCE) y el Sistema de Bancos Centrales Europeos (en adelante SEBC), sustituyendo ambos al IME.

❖ TERCERA FASE DE LA UME

El 1 de enero de 1999 se inicia la última fase de la UME. Se instauró el euro como moneda única y los bancos centrales nacionales trasladaron las competencias en materia de política monetaria al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

También se llevó a cabo en esta última etapa, la fijación irrevocable de los tipos de cambio de las monedas de los once Estados miembros participantes en la UME. Esto es así, debido a la entrada en funcionamiento del nuevo Sistema Monetario Europeo (en adelante SME-2) que instauró el MCT II con dos objetivos principales:

- Proteger el buen funcionamiento del Mercado Único evitando fuertes distorsiones de los tipos de cambio entre el euro y las monedas de los Estados miembros no participantes.
- Servir como marco de referencia a las políticas económicas de los Estados miembros participantes en el MTC II con el objetivo de avanzar hacia la convergencia.

¹³ También llamada opting-out. Permite quedarse al margen de la moneda única, por lo que estos países se quedaron fuera de la tercera etapa de la UME.

¹⁴ Adopta el euro el 1 de enero de 2001 tras someterse al examen de convergencia y cumplir los requisitos.

CAPÍTULO 1

Tabla 1.5 Tipos de cambio irrevocable

Desde el 1 de enero de 1999			
País	Nombre moneda	Siglas moneda	Tipo de conversión
Alemania	Marco alemán	DEM	1,95583
Austria	Chelín austriaco	ATS	13,7603
Bélgica	Franco belga	BEF	40,3399
España	Peseta española	ESP	166,386
Finlandia	Marco finlandés	FIM	5,94573
Francia	Franco francés	FRF	6,55957
Irlanda	Libra irlandesa	IEP	0,787564
Italia	Lira italiana	ITL	1936,27
Luxemburgo	Franco luxemburgués	LUF	40,3399
Países Bajos	Florin neerlandés	NLG	2,20371
Portugal	Escudo portugués	PTE	200,482
Desde el 1 de enero de 2001			
Grecia	Dracma griego	GRD	340,750
Desde el 1 de enero de 2007			
Eslovenia	Tólar esloveno	SIT	239,640
Desde el 1 de enero de 2008			
Chipre	Libra chipriota	CYP	0,585274
Malta	Lira maltesa	MTL	0,4249300
Desde el 1 de enero de 2009			
Eslovaquia	Corona eslovaca	SKK	30,1260
Desde el 1 de enero de 2011			
Estonia	Corona estonia	EEK	15,6466
Desde el 1 de enero de 2014			
Letonia	Lats letón	LAT	0,702804
Desde el 1 de enero de 2015			
Lituania	Lita lituana	LTL	3,45280

Fuente: Banco de España

En esta etapa también se instaura el sistema TARGET¹⁵, un sistema de pagos que se emplea para fomentar la política monetaria única y las operaciones de los mercados monetarios.

El 1 de enero de 2001, Grecia se incorporó a la tercera fase de la UME siendo así, el duodécimo Estado miembro de la euro zona. A partir de esta fecha nuevos países se fueron integrando a la zona del euro, al igual que sus respectivos bancos centrales pasaron a formar parte del Eurosistema.

- Eslovenia el 1 de enero de 2007.
- Chipre y Malta 1 de enero de 2008.
- Eslovaquia el 1 de enero de 2009.

¹⁵ Se trata de un sistema de liquidación bruta en tiempo real descentralizado que realiza pagos exclusivamente en euros, mejorando el intercambio de operaciones.

CAPÍTULO 1: MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

- Estonia el 1 de enero de 2011.
- Letonia el 1 de enero de 2014.
- Lituania el 1 de enero de 2015.

Figura 1.1 Mapa con los países de la Eurozona (2015)



Fuente: Banco de España

Figura 1.2 Cronología de la UME

1951: Tratado de París	1990: 1ª etapa de la UME
1957: Tratado de Roma	1992: Tratado de Maastricht
1969: Plan Barre	1994: 2ª etapa de la UME IME
1970: Informe Werner	1995: Consejo Europeo de Madrid
1972: Serpiente Monetaria	1997: Consejo Europeo de Ámsterdam
1973: FECOM	1998: Consejo Europeo de Bruselas
1979: SEM-1	1999: 3ª etapa de la UME SME-2 Fijación de los tipos irrevocables Sistema TARGET
1985: Programa sobre el Mercado Único	2002: Instauración del euro
1987: Acta Única Europea	
1989: Informe Delors	

Fuente: Elaboración propia

CAPÍTULO 1

1.2. Instituciones de la Unión Europea

“La Unión tendrá «un marco institucional único» que garantice la coherencia y la continuidad de las acciones llevadas a cabo para alcanzar los objetivos de la Unión” (TFUE, 2010).

1.2.1 Sistema Europeo de Bancos Centrales

El SEBC está compuesto por el Banco Central Europeo y por los Bancos Centrales Nacionales de todos los países miembros que componen la Unión Europea independientemente de que hayan adoptado el euro o no. Se constituye a partir del Tratado de Ámsterdam el 1 de junio de 1998, entrando en vigor en enero de 1999 con la tercera etapa de la UME.

El objetivo primordial del SEBC es mantener la estabilidad de precios y apoyar las políticas económicas generales de la comunidad con el fin de poder llevar a cabo los objetivos de la UE, en el que se incluye el desarrollo sostenible de Europa basado en:

- Progreso económico equilibrado y una estabilidad de precios.
- Creación de una economía social de mercado altamente competitiva.
- Mejora social y alcanzar el pleno empleo.

El fin de conseguir una estabilidad de precios se le asigna al SEBC y no al Eurosistema, ya que llegará un determinado momento en el que todos los países de la comunidad formaran parte de la eurozona. Por lo que hasta que esto no suceda estas funciones las lleva a cabo el Eurosistema. Las características y funciones correspondientes del SEBC se encuentran en el apartado 2 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la UE (en adelante TFUE), y son las siguientes:

- Definir y ejecutar una política monetaria común en la eurozona.
- Cometer operaciones de divisas conforme a la política cambiaria que hubiese establecida.
- Poseer y gestionar las reservas oficiales de las divisas de los Estados miembros, sin perjudicar la propiedad y gestión de fondos de maniobra oficiales en divisas por parte de sus gobiernos.
- Promover el correcto funcionamiento de los sistemas de pago en la eurozona.

“El SEBC estará regido por los órganos rectores del BCE” (Protocolo nº 4 sobre los estatutos del SEBC y BCE 2007, artículo 8).

1.2.2 Eurosistema

El eurosistema es la máxima autoridad monetaria de la zona euro y está formado por el BCE y los BCNs de aquellos Estados miembros que han acogido el euro como moneda única. Sus funciones básicas se encuentran en el artículo 127 del TFUE, que cómo hemos dicho en el apartado anterior, son las mismas que el SEBC pero que son

CAPÍTULO 1: MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

llevadas a cabo por el Eurosistema. A demás de esas cuatro funciones básicas, encontramos otras finalidades de este organismo:

- Emisión de billetes, suministro en euros, en toda la zona euro.
- Estabilidad y supervisión financiera. Se encarga del correcto funcionamiento de las políticas que proporcionen estabilidad en el sistema financiero.
- Recopilar información estadística con la colaboración del BCE y los BCNs, con el fin de poder tomar decisiones económicas y monetarias de forma eficiente.
- Cooperación europea e internacional por parte del BCE con el fin de analizar asuntos de interés en relación al Eurosistema.

El Eurosistema y el SEBC continuarán existiendo mientras existan Estados miembros de la UE que no formen parte de la zona del euro.

1.2.3 Banco Central Europeo

Fue creado el 1 de junio de 1998 tras su aprobación en el Tratado de Ámsterdam, pero desde enero de 1999, el Banco Central Europeo (BCE) es el banco encargado de gestionar la política monetaria en la zona euro. Está presidido por Mario Draghi, quién representa al banco en las reuniones importante de la UE y en las reuniones internacionales y, su sede se encuentra en Fráncfort, Alemania.

El BCE asumió las funciones de su predecesor el IME, adquiriendo de éste unas buenas instalaciones y un buen personal que procede de países europeos con el fin de lograr un correcto funcionamiento. Es un órgano supranacional y goza de personalidad jurídica propia.

Cuando se creó, el capital del BCE era de 5.000 millones de euros procedente de la cantidad suscrita por cada banco central nacional de los Estados miembros, pero tras ser modificado en seis ocasiones¹⁶, asciende a 10.825.007.069,61.

Su principal misión es vigilar la evolución de los precios y mantener una estabilidad en los mismos. También se encarga de fijar los tipos de interés controlando así la inflación, gestiona las reservas de divisas, garantiza la seguridad y la constitución del sistema bancario europeo, autoriza la creación de billetes de euros y controla los mercados financieros.

El BCE está formado por tres órganos rectores el Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo General.

¹⁶ Se modificó el 1 de enero de 2004, el 1 de enero de 2009 y el 1 de enero de 2014, y se realizaron nuevos ajustes el 1 de mayo de 2004 (con motivo de la adhesión de Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y la República Checa), el 1 de enero de 2007 (por la incorporación de Bulgaria y Rumanía a la UE) y el 1 de julio de 2013 (cuando Croacia ingresó en la UE).

Figura 1.3 Órganos rectores del BCE



Fuente: Informe de la política monetaria del BCE 2011

a) Consejo de Gobierno

El Consejo de Gobierno es el principal órgano decisorio y supremo del BCE. Está regido por el presidente del BCE o, en su ausencia, por el vicepresidente y está formado por los seis miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCNs de los países miembros que pertenecen a la eurozona.

Sus principales obligaciones son:

- Adoptar las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones establecidas al Eurosistema y al SEBC.
- Definir la política monetaria de la eurozona, introducir decisiones sobre propósitos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el abastecimiento de liquidez al Eurosistema.
- Permite y autoriza la emisión de billetes en euro que emitirá el BCE.

Con la incorporación de Lituania el 1 de enero de 2015, se inicia un nuevo sistema de turnos de votos en el que los gobernadores de los BCNs se dividen en dos grupos. Un primer grupo formado por los gobernadores de los países que ocupan de la primera a quinta posición en función del tamaño de sus economías, siendo estos: Alemania, Francia, Italia, España y Países Bajos con cuatro derechos de voto rotatorio de un mes; y un segundo grupo, formado por los gobernadores restante (actualmente catorce) que disponen de once derechos de voto rotatorio en un mes. Sin embargo, los seis miembros del Consejo Ejecutivo tienen derecho a voto permanente. El Consejo de Gobierno se reúne generalmente dos veces al mes en la sede del BCE en Fráncfort.

Con este método se busca garantizar la participación y compromiso de todos los gobernadores, ya que todos tienen por obligación asistir a las reuniones del Consejo independientemente de tener o no derecho a voto.

CAPÍTULO 1: MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

b) Comité Ejecutivo

El Comité Ejecutivo está formado por el presidente y el vicepresidente del BCE, junto con otros cuatro miembros designados, por la mayoría de los gobiernos de los países miembros, con la entrada en vigor del Tratado de Lisboa en 2007.

Según se recoge en los artículos 12.1 y 12.2 de los Estatutos del SEBC, las obligaciones de este órgano son las siguientes:

- Preparar las reuniones del Consejo de Gobierno.
- Ejecutar la política monetaria de conformidad con las decisiones tomadas por el Consejo de Gobierno.
- Asumir la gestión diaria del BCE.
- Llevar a cabo determinados poderes delegados por el Consejo de Gobierno, incluso algunos de carácter normativo.

Generalmente se reúne al menos una vez a la semana y los miembros que lo forman tienen un mandato por ocho años.

c) Consejo General

Este órgano está compuesto por el presidente, el vicepresidente del BCE y todos los gobernadores de los BCNs de los Estados miembros de la UE, formen o no parte de la zona del euro.

El Consejo General desempeña las siguientes funciones:

- Informar de los avances realizados hacia la aproximación por los países miembros no participantes, con el fin de garantizar la estabilidad de precios.
- Aconsejar sobre medidas necesarias para la fijación de los tipos de cambio de las monedas de aquellos países miembros de la UE que no han adoptado el euro.
- Recopilar información estadística.
- Contribuye al trabajo consultivo y de coordinación.

Seguirá en funcionamiento hasta que todos los Estados miembros de la UE adopten el euro y no contribuye en la toma de decisiones referentes a la política monetaria.

CAPÍTULO 1

Figura 1.4 Esquema sobre los órganos rectores del BCE

Órganos rectores del BCE				
	Composición	Elección	Mandato	Responsabilidades
Consejo de Gobierno	<ul style="list-style-type: none"> › Comité Ejecutivo › Gobernadores bancos centrales UEM 	Según legislación de cada Estado	No inferior a 5 años	Decisiones de política monetaria
Comité Ejecutivo	<ul style="list-style-type: none"> › Presidente › Vicepresidente › Otros 4 miembros 	Estados miembros, de común acuerdo	8 años no renovables	Puesta en marcha de la política monetaria, según instrucciones del Consejo de Gobierno
Consejo General	<ul style="list-style-type: none"> › Presidente › Vicepresidente › Gobernadores bancos centrales UE 			Seguimiento política monetaria y cambiaria países no UEM

Fuente: Banco de España

Capítulo 2

EVOLUCIÓN DE LA
POLÍTICA MONETARIA
ÚNICA (1999-2007)

2.1 Instrumentación convencional de la política monetaria

Lograr una política monetaria única requiere establecer los instrumentos y los procedimientos a utilizar por el Eurosistema, que comprende el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales Nacionales de cada país, con el fin de aplicar dicha política de manera uniforme en todos los Estados miembros siendo la moneda establecida el euro. Los BCNs de cada Estado miembro juegan un papel muy importante, ya que en la mayoría de países, son éstos los que se encargan de gestionar y formalizar la política monetaria. Además controlan la cantidad de dinero que tiene que haber en circulación y el coste de ese dinero, es decir, los tipos de interés de referencia¹⁷.

“El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, 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 relación de los objetivos de la Unión”. (TFUE, 2010: Artículo 27)

Cómo es el Eurosistema el encargado de ejecutar la política monetaria de la euro zona, revisará los tipos de interés para cumplir con el objetivo de estabilidad. Para lograr esa estabilidad de precios, el BCE tiene a su disposición una serie de instrumentos:

- Realiza operaciones de mercado abierto.
- Ofrece facilidades permanentes.
- Exige a las entidades de crédito el mantenimiento de unas reservas mínimas.

2.1.1 Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto (en adelante OMA) son el principal instrumento de la política monetaria que la UE lleva a cabo. Se utilizan con el fin de lograr los objetivos de controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez que existe en el mercado y delimitar las acciones de la política monetaria.

Las OMA se basan en la financiación de fondos por parte del Eurosistema a las entidades de contrapartida, a cambio de unos activos de garantía apropiados y convenientes, para que de esta manera el Eurosistema pueda salvaguardarse de cualquier riesgo financiero.

Los BCNs de cada país miembro, serán los que de manera descentralizada, lleven a cabo las acciones mandadas por el BCE, ya que es éste el que se encarga de fijar las operaciones y los instrumentos¹⁸ que se deben llevar a cabo para lograr una política monetaria europea correcta y eficaz.

¹⁷ Es la tarifa que los bancos deben abonar al obtener prestado dinero del BCE.

¹⁸ Hay cinco tipos de instrumentos de política monetaria: operaciones temporales, operaciones simples, swaps de divisas, captación de depósitos a plazo fijo y emisión de certificados de deuda.

CAPÍTULO 2

Tabla 2.1 Operaciones de mercado abierto del Eurosistema

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	Tipo de operación		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales	-	Dos semanas	Semanal	Subasta estándar
Operaciones de financiación a plazo más largo	Operaciones temporales	-	Tres meses	Mensual	Subasta estándar
Operaciones de ajuste	Operaciones temporales Swaps de divisas	Operaciones temporales Operaciones simples Swaps de divisas	Sin normalizar	No periódica	Subasta rápida. Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	Operaciones temporales	Emisión de certificados de deuda del BCE.	Normalizado / Sin normalizar	Periódica/ No periódica	Subasta estándar

Fuente: La aplicación de la política monetaria en la zona euro

2.1.1.1 Clases de operaciones de mercado abierto

El SEBC establece cuatro categorías de OMA según su finalidad, periodicidad y procedimientos.

a) Operaciones principales de financiación

Las operaciones principales de financiación (en adelante OPF) son las OMA más primordiales e importantes que posee el Eurosistema. Este tipo de operaciones desempeñan un papel muy importante, ya que se establecen con el fin de conseguir financiación y lograr el control de los tipos de interés.

A través de las OPF, el Eurosistema entrega fondos a sus entidades de contrapartida, siempre contra la transmisión de activos de garantía adecuados, con el fin de proteger cualquier tipo de riesgo financiero del Eurosistema. Para ello, se pueden manejar todo tipo de activos de garantía sin restricciones.

Son operaciones temporales de inyección de liquidez de forma regular, es decir, se llevan a cabo con una periodicidad semanal y vencimiento quincenal que ejecutan los BCNs a través de subastas estándar¹⁹. El BCE es el responsable de publicar un calendario con las subastas en el que todas las entidades de contrapartida que cumplan los criterios generales de selección²⁰, pueden presentar pujas sobre dichas subastas.

¹⁹ Este procedimiento se lleva a cabo dentro de las 24 horas que hay entre el anuncio de la subasta hasta la confirmación de los resultados de adjudicación. Las OPF, las OFPML y las operaciones estructurales si no se determina lo contrario, se ejecutan a través de este procedimiento.

²⁰ Estos requisitos son iguales para toda la euro zona y son: estar sujetas al sistema de reservas mínimas obligatorias establecido por el Eurosistema, ser financieramente solvente y cumplir con los requisitos operativos que los BCNs y el BCE establezcan.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (1999-2007)

Este tipo de operaciones como hemos mencionado en el párrafo anterior se realizan a través de dos tipos de subastas:

- **Subasta a tipo de interés fijo.** Con anterioridad, el BCE establece el tipo de interés²¹, siendo las entidades de contrapartida las que se encargan de pedir los fondos necesarios tras esa condición. Tras realizarse la subasta, la adjudicación se ejecuta relacionando el volumen total que se va a adjudicar y la cantidad solicitada por parte de la entidad.
- **Subasta a tipo de interés variable.** A diferencia del caso anterior, las entidades de contrapartida pujan por el tipo de interés como por la cantidad de liquidez que precisan. Las pujas se llevan a cabo según el tipo de interés y la adjudicación se ejecuta de una manera específica siendo primero las pujas más altas, hasta alcanzar los tipos marginales que se adjudican en relación entre el volumen total y la cantidad que se ha solicitado.

Entre el comienzo de la tercera etapa de la UME y mediados del año 2000, las operaciones que se ejecutan a través de las subastas conlleva un tipo de interés fijo pero a partir de esa fecha, se instaura un tipo mínimo de puja del 4,25%, el cual, es un tipo de interés variable. Esto se produjo ya que incrementó el diferencial entre el tipo de interés de las OPF y el que se aplicaba al mercado a corto plazo, provocando así una sobrepuja por parte de las entidades de contrapartida con el fin de lograr liquidez del BCE.

b) Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML)

Este segundo tipo de OMA son complementarias a las operaciones principales de financiación. Al igual que las OPF, son operaciones temporales de inyección de liquidez pero se diferencian en las anteriores en que tienen una periodicidad mensual y un vencimiento de tres meses.

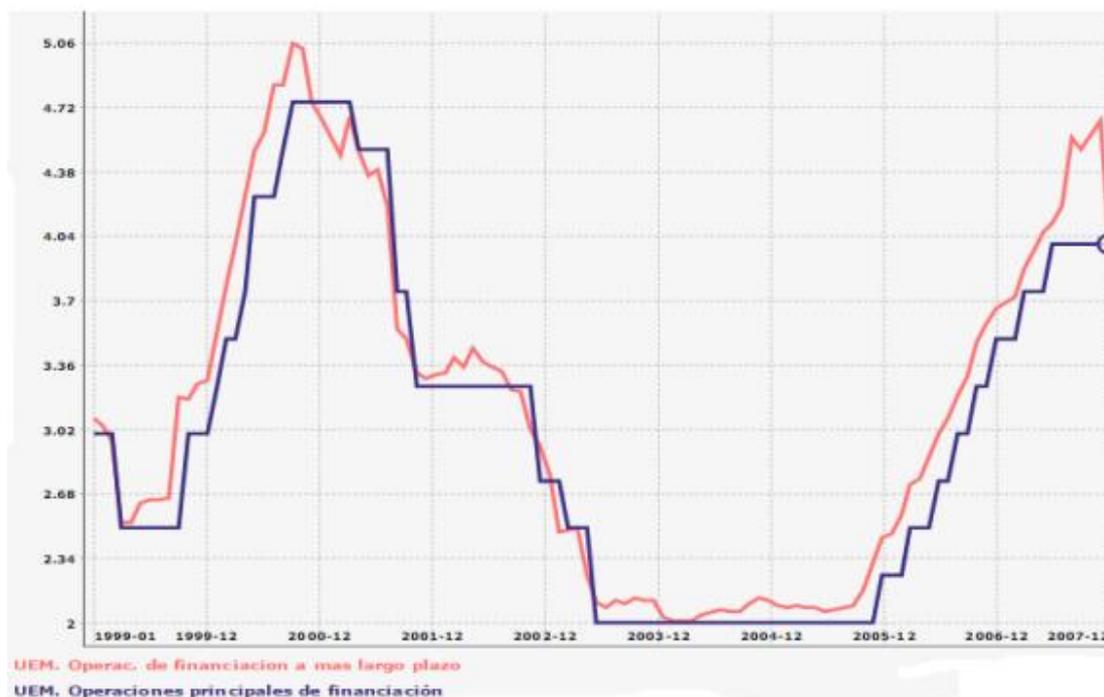
Su principal propósito es aportar a las entidades de contrapartida financiación adicional pero a plazo más largo. Igual que en el caso anterior, son llevadas a cabo por los BCNs mediante subastas estándar.

En este caso, el Eurosistema no intenta enviar señales al mercado y logra actuar como aceptante de tipos de interés. Por ello, estas operaciones se llevan a cabo a través de subastas a tipo de interés variable en las que el volumen de adjudicación se anuncia previamente por el Consejo de Gobierno del BCE.

²¹ Es el Consejo de Gobierno del BCE quien establece ese tipo de interés y es controlado desde el 2000, la primera reunión del mes.

CAPÍTULO 2

Gráfica 2.1 Comparativa entre el tipo de interés aplicado a las OPF y a las OFMLP (1999-2007)



Fuente: <http://capitales.es/>

c) Operaciones de ajuste

También denominadas fine-tuning y, pueden ser operaciones de absorción o de inyección de liquidez ya que tienen por propósito organizar la situación de liquidez del mercado. Igualmente se ocupan de controlar los tipos de interés con el fin de disminuir los efectos que en esos tipos de interés ocasionan las fluctuaciones imprevistas de liquidez.

Estas operaciones se llevan a cabo de forma ad hoc o en un corto plazo de tiempo. Además se diferencian en las OPF y en las OFMLP, en que no tienen ni periodicidad ni vencimiento determinado ya que son operaciones que tienen intenciones específicas y que se desarrollan en momentos concretos.

Este tipo de operaciones son llevadas a cabo por lo BCNs a través de subastas rápidas²² o procedimientos bilaterales²³. En situaciones excepcionales, será el Consejo de Gobierno del BCE quién pueda ejecutarlas.

Podrán formar parte de la subasta un número limitado de las entidades de contrapartida, siempre y cuando cumplan los criterios generales de selección utilizando activos de garantía legitimados.

²² Son un modelo de subastas, que se ejecutan entre la publicación de la subasta y el anuncio de los resultados en el plazo de una hora. Están restringidas a un número específico de entidades de contrapartida. Solo las operaciones de ajuste siguen este método.

²³ Son una manera de ejecución sin subasta. El Eurosistema determina un conjunto de entidades con las que decide realizar el procedimiento.

d) Operaciones estructurales

Este tipo de operaciones pueden ser como en el caso anterior, operaciones de inyección o de absorción de liquidez. Su objetivo principal es el de ajustar la posición estructural de liquidez del Eurosistema frente al sector financiero (de forma regular o no y sin vencimiento establecido).

Las operaciones estructurales pueden ser realizadas a través de certificados de deuda, operaciones temporales y operaciones en firme. Siendo las dos primeras ejecutadas mediante subasta estándar y las operaciones estructurales en forma de transacciones, mediante procedimiento bilateral.

Estas operaciones son llevadas a cabo de forma descentralizada por los BCNs. Los certificados de deuda que el BCE puede emitir permiten ajustar la situación del Eurosistema frente al sistema bancario y de esta manera, crear o ampliar el déficit de liquidez del mercado.

2.1.1.2 Instrumentos para la ejecución de OMA

Las operaciones de mercado abierto se llevarán a cabo a través de los cinco instrumentos siguientes:

a) Operaciones temporales

Son operaciones de inyección o de absorción de liquidez donde el BCE compra y vende activos admisibles mediante acuerdos de recompra, cesiones temporales²⁴ o por medio de préstamos garantizados²⁵.

Este tipo de operaciones son llevadas a cabo por los BCNs a través de subasta estándar o procedimiento bilateral sin ningún tipo de restricciones a las entidades de contrapartida que formen parte de ellas.

Las OPF y las OFMLP se efectúan únicamente mediante este tipo de instrumento.

b) Operaciones simples

Este tipo de operaciones supone la transferencia de la propiedad del vendedor al comprador y se llevan a cabo mediante inyección de liquidez (compras simples) o absorción de liquidez (ventas simples).

Son ejecutadas de forma descentralizada por los BCNs mediante procedimientos bilaterales entre las entidades de contrapartida sin ningún tipo de restricciones, a no ser que el BCE establezca que deben de efectuarse a través de subasta rápida o estándar por él mismo.

²⁴ Procedimiento donde se produce el traspaso de la propiedad del activo de garantía y el día de después hábil, se realiza la venta de ese activo a su poseedor inicial.

²⁵ Procedimiento en el que se funda una garantía que podrá ser ejecutada sobre los activos de garantía específicos, pero manteniendo el deudor la propiedad del activo.

CAPÍTULO 2

Las operaciones estructurales y de ajuste se efectúan mediante estas operaciones simples. Las entidades de contrapartida que participen en las operaciones simples se sujetaran a unos criterios de admisibilidad.

c) Swaps de divisas con fines de política monetaria

Son instrumentos de absorción e inyección de liquidez sin periodicidad ni vencimiento estandarizado, con la intención de controlar los tipos de interés y ajustar la situación de liquidez en el mercado.

Son operaciones que consisten en transacciones simultáneas en las que el Eurosistema compra o vende euros tanto al contado como a plazo, en forma de divisas que a la vez, lo vuelve a vender o a comprar con fecha de recompra específica. El Eurosistema acepta solo las monedas que operan normalmente con él mismo.

Los swaps de divisas se llevan a cabo mediante procedimiento bilateral o subasta rápida, existiendo en este último, límites entre las entidades de contrapartida que determinará el Eurosistema cuales pueden ser las entidades participantes, cumpliendo siempre con los criterios. Son ejecutadas de manera descentralizada por los BCNs pero en ocasiones excepcionales, es el Consejo de Gobierno del BCE quién decide que pueden ser llevadas a cabo por él mismo. Se emplean para las operaciones de ajuste.

d) Captación de depósitos a plazo fijo

Este tipo de instrumento tiene como fin ajustar el mercado a través de la absorción de liquidez. El BCE ofrece a las entidades de contrapartida crear depósitos a un tipo de interés fijo y sin plazo pactado con anterioridad, en sus correspondientes BCNs.

Esto se ejecuta mediante subasta rápida de manera descentralizada por los BCNs, a no ser que el BCE decida llevarlo a cabo por su Consejo de Gobierno por otros medios, o bien por procedimiento bilateral o bien por subasta estándar.

Las entidades de contrapartida que participen en la captación de depósitos a plazo se someterán a los criterios de admisibilidad establecidos, dependiendo del procedimiento aplicable a la operación de que se trate (BCE, 2014: Art 12).

e) Emisiones de certificados de deuda del BCE

Los certificados de deuda, tienen como finalidad la absorción de liquidez del mercado para modificar la posición estructural del SEBC frente al sector financiero. Para lograr esto el BCE tiene la obligación de emitir y mantener títulos de deuda frente al tenedor del certificado. Los certificados de deuda tienen las siguientes características:

- El BCE no pondrá ningún tipo de restricción ante la transferibilidad de estos certificados.
- Se emiten por un importe de emisión descontado, inferior al nominal.
- Su vencimiento no supera el año.
- Son emitidos de manera periódica.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (1999-2007)

Los BCNs tienen como función llevarlos a cabo, a través de subasta estándar y de poder liquidarlos. Como sucede en los demás instrumentos que se realizan por subasta estándar, las entidades de contrapartida pueden pujar sobre ellos sin impedimentos.

Este instrumento se utiliza en operaciones estructurales a través de subasta estándar.

2.1.2 Facilidades permanentes

Las facilidades permanentes tienen como propósito gestionar la situación de liquidez del mercado (tanto con absorciones o inyecciones de liquidez), establecer los criterios de la política monetaria y controlar los tipos de interés de mercado a un día.

Son gestionadas por los BCNs de manera descentralizada, pero en cualquier momento el Consejo de Gobierno del BCE, podrá suspender o ajustar las condiciones de las facilidades permanentes. Además es el BCE, que con anterioridad, fija los tipos de interés de ambos tipos de facilidades, los cuales podrán ser modificados en cualquier momento.

Este tipo de instrumento puede ser de dos tipos:

- La facilidad marginal de crédito.
- La facilidad de depósitos.

Tabla 2.2 Facilidades permanentes del Eurosistema

FACILIDADES PERMANENTES	Tipos de operaciones		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
Facilidad marginal de crédito	Operaciones temporales	-	Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	
Facilidad marginal de depósito	-	Operaciones de depósitos	Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	

Fuente: La aplicación de la política monetaria en la zona euro.

a) Facilidad marginal de crédito

Las facilidades marginales de crédito tienen como propósito obtener liquidez a un día del Eurosistema, que serán utilizadas por las entidades de contrapartida, mediante una operación temporal con sus respectivo BCN a un tipo de interés establecido con anterioridad contra activos de garantía admisibles.

Este tipo de facilidades permanentes pretende satisfacer las necesidades temporales de liquidez de las entidades. En circunstancias normales, no existen límites de crédito ni otras restricciones para que las entidades tengan acceso a esta facilidad, salvo el requisito de presentar las garantías suficientes. El tipo de interés de la facilidad marginal de crédito constituye normalmente un límite superior para el tipo de interés del mercado a un día (BCE, 1998, p. 30).

CAPÍTULO 2

Las entidades de crédito que cumplan con los criterios de admisibilidad podrán acceder a la facilidad marginal de crédito. Para acceder, las entidades con interés deberán enviar una solicitud, en la cual se precise la cantidad de crédito y los activos de garantía que vayan a formar parte de la operación, a su correspondiente BCN donde la operación pueda liquidarse. Si las entidades aspiran a que el BCN correspondiente procese la petición el mismo día, la petición tendrá que ser recogida por el BCN antes de las 18 horas, hora del BCE²⁶.

También si al final del día, las posiciones deudoras intradía de las entidades en su cuenta de tesorería con los bancos centrales nacionales se consideran automáticamente una petición para recurrir a la facilidad marginal de crédito (BCE, 1998, p. 31).

La operación de solicitud se podrá llevar a cabo siempre y cuando el sistema TARGET2²⁷ esté en funcionamiento. La entidad de contrapartida podrá enviar a su BCN de origen una solicitud de acceso a la facilidad marginal de crédito. Siempre que reciba la solicitud a más tardar 15 minutos después de la hora de cierre de TARGET2, el BCN de origen la procesará el mismo día en TARGET2. La hora límite para solicitar acceso a la facilidad marginal de crédito se ampliará en otros 15 minutos el último día hábil en el Eurosistema de cada período de mantenimiento de reservas (BCE, 1998, p. 32).

b) Facilidad marginal de depósito

Las facilidades marginales de depósito serán utilizadas por las entidades de contrapartida para llevar a cabo depósitos a un día en los BCNs, que se remuneran a un tipo de interés predeterminado con anterioridad. Este tipo de interés preestablecido, es fijado por el Consejo de Gobierno del BCE siendo menor al tipo establecido en las facilidades marginales de crédito y al tipo de interés del mercado monetario, representando así, la frontera inferior de los tipos de interés del mercado a un día.

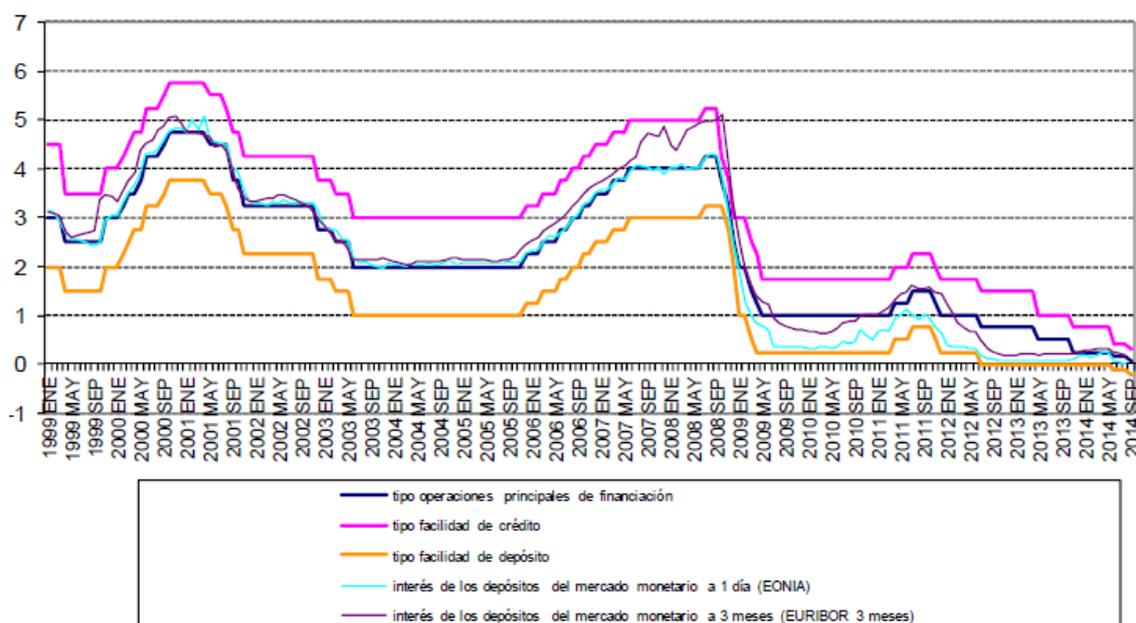
Para el acceso a este tipo de facilidades permanentes, las entidades no tienen límites ni restricciones para realizar estos depósitos, pero si tienen que cumplir con los criterios de admisibilidad y tener acceso a una cuenta del BCN donde este tipo de operaciones puedan liquidarse, primordialmente en TARGET2.

Las facilidades de depósito se adquieren de la misma manera que las facilidades marginales de crédito, mediante una solicitud al BCN que le corresponda siendo la tramitación de la solicitud de la misma forma que en el otro tipo de facilidad permanente.

²⁶ Alguno BCNs pueden encontrarse cerrados por lo que esto conllevaría, la no realización de operaciones de política monetaria en días festivos regionales y nacionales por lo que sería el SEBC quién debería estar hábil. En esta situación, el BCN que corresponda debe comunicar anteriormente a las entidades de contrapartida de los acuerdos que se empleen para el acceso a la facilidad marginal de crédito en dichos días festivos.

²⁷ Sistema automatizado transeuropeo de transferencia de pagos en euros urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

Gráfico 2.2 Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario



Fuente: BCE

2.1.3 Sistema de Reservas mínimas

Las reservas mínimas son el tercer instrumento de la política monetaria. El Eurosistema exige a las entidades de crédito de la eurozona que deben mantener obligatoriamente un determinado nivel de fondos, llamado reservas mínimas en cuentas abiertas en los BCNs. Esto es así, ya que tienen por finalidad poder hacer frente a posibles riesgos económicas.

“El Consejo de Gobierno podrá establecer los reglamentos relativos al cálculo y a la determinación de las reservas mínimas exigidas. En caso de incumplimiento, el BCE podrá aplicar intereses de penalización, así como imponer otras sanciones de efecto comparable” (Protocolo nº 4 sobre los estatutos del SEBC y BCE, 2012: Artículo 19).

El sistema de reservas mínimas tiene dos objetivos principales:

- Establecer los tipos de interés del mercado monetario. Para lograr el efecto estabilizador de los tipos de interés, el sistema de reservas mínimas permite a las entidades poder hacer uso del mecanismo de promedios²⁸, con el fin de que estas entidades puedan suavizar las fluctuaciones diarias de liquidez.
- Contribuir al aumento del déficit estructural de liquidez del sistema bancario para poder optimizar el volumen de liquidez del Eurosistema como inyector de liquidez.

²⁸ Medio por el cual se decide el volumen de reseras mínimas que la entidad tiene que conservar. Para esto, se emplea la media de los saldos de las cuentas de reservas de cada una de las entidades durante todos los días del periodo de mantenimiento.

CAPÍTULO 2

Las reservas mínimas forma parte de pasivos computables²⁹ de cada entidad, siendo el BCE el que determina y exige el porcentaje de reservas, llamado coeficiente de caja, que en Europa ha oscilado ente el 1% y 2%³⁰.

Tras el cierre de operaciones del último día hábil, el BCE anuncia cada mes una lista con las entidades que tienen el requisito de las reservas mínimas, también comprendidas aquellas entidades que tengan alguna anomalía³¹.

Se anuncia un calendario que muestre los periodos de mantenimiento y se publica otro con tres meses de antelación al anterior, en el cual aparezcan las OPF que correspondan al año siguiente. Esto se realiza así para que las entidades puedan planear como van a tramitar sus reservas.

Las entidades tienen que tener una o más cuentas en el BCN en el que se haya constituido. Si hubiese unas cuantas sucursales es la entidad la que debe establecer el porcentaje de reservar que tienen que tener cada una de ellas. Si una entidad está presente en varios países tiene que tener reservas en todos ellos.

La retribución de estas reservas se lleva a cabo mediante tipo de interés medio durante el periodo de mantenimiento. Este comienza el día de la liquidación de la primera OPF siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto realizar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria y termina el día anterior al día siguiente de la primera OPF (BCE, 2002, p. 67).

Si el promedio de la cuenta de una entidad se encuentra por debajo a la correspondiente cantidad reclamada por las reservas mínimas, durante el periodo de mantenimiento, la entidad sería sancionada por el BCE.

2.1.4 La selección de las entidades con las que opera el SEBC y de los activos de garantía

2.1.4.1 Entidades de contrapartida

Las entidades de contrapartida son un grupo de entes de crédito que pertenecen a la eurozona y que tras cumplir con una serie de requerimientos, pueden realizar operaciones de política monetaria.

Estos criterios de selección determinados por el Eurosistema tienen por finalidad permitir la participación a un gran número de entidades en operaciones de política monetaria de manera equitativa en la eurozona y, comprometerse que esas entidades sean capaces de cumplir con esos requisitos.

Los criterios generales de selección son uniformes para toda la eurozona y son:

²⁹ Pueden ser cuatro tipos de pasivos computables: depósitos a la vista, depósitos a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso de hasta 2 años.

³⁰ Desde 1999 hasta 2011 el porcentaje fue del 2%, pero el 8 de diciembre de 2011 el Consejo de Gobierno decidió disminuirlo hasta el 1%.

³¹ Pueden ser entidades excepcionales ya sea por saneamiento, congelación de fondos u otras medidas, son definidas por los países miembros o el Consejo de Gobierno del BCE.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (1999-2007)

- Las entidades que no estén sujetas al sistema de reservas mínimas del Eurosistema no podrán incluirse ni actuar como entidades de contrapartida.
- Las entidades de contrapartida deben ser financieramente solvente. Deben estar sujetas, bajo autoridades nacionales o del EEE, a una supervisión.
- Las entidades de contrapartida deben cumplir con los criterios de tipo operativo que establece el BCE y los BCNs.

Aquellas entidades que cumplan los anteriores criterios pueden acceder a las facilidades permanentes del Eurosistema y, participar en las OMA a través de subastas estándar. Si la entidad tiene sucursales en más de un país miembro, individualmente pueden participar pero siempre cumpliendo con todos los requisitos.

El Eurosistema limita el número de entidades de contrapartida que puedan participar en realizar operaciones, a aquellas que se lleven a cabo a través de subasta rápida o procedimiento bilateral.

2.1.4.2 Activos de garantía

“Con el fin de realizar sus operaciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán abrir cuentas a entidades de crédito, a entidades públicas y a otros participantes en el mercado, así como aceptar activos, incluidos valores representados mediante anotaciones en cuenta, como garantía” (Protocolo nº4 sobre los estatutos del SEBC y BCE, 2007: artículo 17).

Todas las operaciones de política monetaria de crédito, es decir de inyección de liquidez que el Eurosistema realiza deben estar basadas en activos de garantía apropiados. Por esta razón, el Eurosistema reúne en una lista única³² todos aquellos activos de garantía que las entidades de contrapartida pueden utilizar en dichas operaciones de inyección de liquidez.

En este sistema de activos de garantía, se llevó a cabo una distinción entre dos tipos de listas de activos, denominadas “lista uno” (compuesta por valores de renta fija negociable que cumplen unos requisitos de selección que son homogéneos en toda la eurozona y que son fijados por el BCE) y, “lista dos” (esta lista está compuesta por activos, negociables y no negociables, los cuales son importantes para los mercados financieros y los sistemas bancarios nacionales y cuyos requisitos de selección se fijan por los BCNs tras la aprobación del BCE).

Pero esta distinción que estuvo vigente hasta el inicio de la tercera etapa de la UME, fue sustituida por el sistema de activos de garantía único, es decir compuesta por una única lista que hace diferencia entre activos negociables y no negociables.

³² Es un sistema de activo de garantía único común para aquellas operaciones de crédito del Eurosistema, que tiene por objetivo dotar de transparencia y equidad de trato a las operaciones de política monetaria y garantizar la eficacia de las operaciones.

CAPÍTULO 2

Tabla 2.3 Criterios de selección de los activos de garantía

Criterios de selección	Activos negociables	Activos no negociables	
Tipo de activos	Certificados de deuda emitido por el BCE. Instrumentos de renta fija	Créditos	Instrumentos de renta fija con garantía hipotecaria emitidos al por menor.
Calidad crediticia	El activo debe tener una elevada calidad crediticia, que se determina utilizando las normas del ECAF aplicable a los activos negociables.	El deudor o avalista debe tener una elevada calidad crediticia. La solvencia se determina utilizando las normas ECAF aplicables a los créditos.	El activo debe tener una elevada calidad crediticia, que se determina utilizando las normas del ECAF aplicable a este tipo de activos.
Lugar de emisión	En el EEE ³³ . En un Banco central. En un depositario central de valores.	No aplicable.	No aplicable.
Procedimientos de liquidación	En la zona euro a través de una cuenta abierta en el Eurosistema.	No aplicable.	No aplicable.
Mercados admitidos	Mercado regulado. Mercado no regulado especificados por el BCE.	No aplicable.	No aplicable.
Tipo emisor/avalista/ deudor	BCN de los países de la UME. Entidades del sector privado. Organismos internacionales y supranacionales.	Sociedades no financieras. Entidades públicas. Organismos internacionales y supranacionales.	Entidades de crédito aceptadas como contrapartida.
Ubicación del emisor/avalista/deudor	Emisor: en el EEE o país del G-10. Avalista en el EEE.	Tanto deudor como avalista deben estar en la zona euro.	Deben estar establecidos en la zona euro.
Moneda	Euro	Euro	Euro
Importe mínimo	No aplicable	500000€ para todos los créditos de la zona euro y transfronterizo.	No aplicable
Legislación	-	El contrato debe registrarse en un Estado miembro.	Según se defina en la documentación nacional respectiva.
Uso fronterizo	Si	Si	Si

Fuente: <https://www.ecb.europa.eu>

Estos activos negociables y no negociables tenían que cumplir con los requisitos de selección iguales para toda la eurozona. El responsable de aprobar que estos activos tienen el índole correspondiente para ser activos de garantía, es el Sistema de Evaluación del Crédito del Eurosistema (en adelante ECAF).

³³ Es el Espacio Económico Europeo que se instauró por unanimidad de todos los Estados miembros de la UE. Se creó en 1994.

2.2 Evolución de la política monetaria

Es el 1 de enero de 1999 cuando el BCE se hace cargo de la política monetaria de la eurozona, estableciendo unos tipos de interés³⁴ por el Consejo de Gobierno con el fin de lograr la estabilidad de precios.

A principios de año, el IAPC³⁵ no presentó cambios con respecto el año anterior, pero debido al aumento del precio del petróleo se empezó a ver indicios de que no se estaba cumpliendo el objetivo de la estabilidad de precios. Para ello, el Eurosistema tuvo que aplicar una disminución de los tipos de interés de los instrumentos de política monetaria europea. En noviembre de este mismo año y en octubre del 2000, el Eurosistema tuvo que aplicar un aumento de los tipos de interés, debido a las posibles consecuencias que la depreciación del tipo de cambio podía tener en la tasa de inflación.

Gráfico 2.3 Desarrollo de la inflación medida por el IAPC



Fuente: <http://es.slideshare.net>

Debido a los atentados que se produjeron el 11 de septiembre de 2001, el Consejo de Gobierno del BCE decidió disminuir los tipos de interés ya que a partir de esa fecha la economía mundial se vio afectada debido a la incertidumbre que se originó en los mercados financieros.

Tras estos periodos de tensiones, a partir de marzo de 2004 se produjeron cambios en la realización de la política monetaria. Estas medidas fueron las siguientes:

“Se modificó el plazo de las reservas de las operaciones principales de financiación reduciéndolo a una semana y, se modificó las fechas de los periodos de

³⁴ Se publicaron unos tipos de interés oficiales a partir de diciembre de 1998. Para la primera OPF se estableció un tipo de interés del 3%, para la facilidad marginal de crédito, el 4,5% y para la facilidad de depósito, en el 2%.

³⁵ El índice armonizado de precios de consumo mide el nivel de la inflación cuyo objetivo es mantener la estabilidad de precios.

CAPÍTULO 2

mantenimiento de las reservas que concretamente se decidió que los periodos de mantenimiento comenzarían el día de liquidación de la primera OPF siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que estuviera previsto realizar la evaluación mensual de la orientación política monetaria, y terminarían el día anterior al día de liquidación correspondiente del mes siguiente” (La política monetaria del BCE, 2011, p. 112).

Estas medidas que el BCE llevó a cabo, logró conseguir un mantenimiento estable en los tipos de interés hasta inicios de 2006. Desde esta fecha, aunque Europa atravesaba un buen momento económico, el Consejo de Gobierno regresó a modificar los tipos de interés en varias ocasiones con el fin de vigilar los riesgos de estabilidad económica y la expansión de la oferta de dinero.

Como podemos observar en el gráfico 2.3 en agosto de 2007 el IAPC aumenta significativamente, situándose así por encima del 2% establecido para lograr el objetivo de la estabilidad de precios. A partir de esta fecha, se produjo una crisis hipotecaria mundial originada en EEUU llegando a la UE incitando así un caos en los mercados. Por este motivo, el BCE se vio obligado a aplicar nuevos instrumentos de política monetaria y además, tuvo que reducir los tipos de interés hasta mínimos nunca vistos.

Operaciones principales de financiación

Como hemos dicho anteriormente, este tipo de operaciones son las OMA con mayor importancia llevadas a cabo por el Eurosistema ya que desempeñan un papel muy importante en la gestión de liquidez, control de los tipos de interés y en marcar la orientación de la política monetaria.

Desde 1999 y hasta junio del 2000, este tipo de instrumento se ejecutaba a través de subastas a tipo de interés fijo pero a partir del 27 de junio del 2000 cambió el procedimiento y, se empezaron a llevar a cabo mediante subastas a tipo de interés variable con un tipo de mínimo de puja (ANEXO II) y usando el sistema de adjudicación a tipo de interés variable. Esto afectó a la cantidad de adjudicación llevada a cabo.

Tal cambio se produjo debido a las altas sobrepujas que venían ocurriendo en las OPF a tipo de interés fijo, como consecuencia de la existencia de un amplio y constante diferencial³⁶ entre los tipos de interés del mercado monetario y el tipo fijo aplicado a las OPF a principios del 2000.

Al igual que aumentó la cantidad de adjudicación aumento la demanda de liquidez por parte de las entidades de contrapartida, por esto mismo, en ese mismo año se decidió anunciar una estimación sobre la cuantía de liquidez necesaria para que las entidades de contrapartida pudieran organizar las pujas con mayor facilidad.

En el siguiente año, la cantidad de adjudicación y la cantidad de operaciones llevadas a cabo se conservaron constantes. La semejanza con el año 2000, se debe a la drástica disminución de las entidades participantes debido a la posible disminución del tipo de interés de mercado junto a la eficiencia del mercado monetario en este periodo. Esto se dio hasta 2004 que se ejecutaron las nuevas modificaciones de la política monetaria y, a partir de estas reformas las entidades participantes incrementaron.

³⁶ A inicios de ese periodo, el diferencial entre el EONIA y el tipo de mínimo de puja había incrementado produciendo problemas de pujas.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (1999-2007)

En el 2002 la cantidad de adjudicación disminuyó y un año más tarde, esta cuantía se vio incrementada debido a la determinación temporal por parte del BCE de abastecer con más liquidez de la habitual al sistema bancario, con el fin de que el diferencial regresara a estar en posición de equilibrio como a inicios del 2003.

Tras las modificaciones que se ejecutaron en la política monetaria en el año 2004, tanto las entidades de contrapartida como la cuantía de adjudicación comenzaron a aumentar. Esto continuó hasta 2006 cuando el BCE se vio presionado en incrementar el nivel de adjudicación como fruto del aumento del diferencial (EONIA³⁷-Tipo mínimo de puja). El volumen de entidades participantes siguió incrementando.

La cantidad de entidades participantes como la cuantía de adjudicación se mantuvo constante hasta agosto del 2007³⁸, fecha a partir de la que el BCE determinó incentivar las OFPML y disminuir la OPF, con el fin de conservar el mismo porcentaje de financiación. A partir de ese momento, tanto el número de entidades participantes como el volumen de adjudicación comenzaron a decaer.

Al final de año, se especulaba que el número de entidades en suministrar fondos aumentara considerablemente. Por esto mismo, el BCE decidió modificar el plazo de la última OPF cómo se llevaba a cabo antes de las reformas del 2004, es decir, volvió a establecer el plazo en dos semanas provocando así que el BCE tuviera que hacer adjudicaciones por encima de su adjudicación de referencia.

Posteriormente, el BCE tuvo que empezar a llevar a cabo operaciones de absorción de liquidez porque esa cantidad de liquidez provocó una disminución en los tipos de interés a un día.

Tabla 2.4 Desarrollo de las OPF (1999-2007)

OPF	Nº de operaciones	Oscilación de los importes adjudicados en mm	Tipo de interés de la subasta	Entidades participantes (media)
1999	52	39-102	Tipo interés fijo	685
2000	51	35-128	T. interés fijo/ variable	727
2001	52	5-172	T. interés variable	430
2002	53	67*	T. interés variable	307
2003	52	38-150	T. interés variable	263
2004	52	100-384	T. interés variable	339
2005	52	259-33,5	T. interés variable	351
2006	52	280-338	T. interés variable	377
2007	52	Anotación**	T. interés variable	338

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

*Se trata de la adjudicación media en mm€

Anotación**: Hasta el 8 de Agosto la adjudicación media fue de 292mm, pero a partir de dicha fecha descendió a 200mm.

³⁷ Es un tipo de interés de referencia a un día que utiliza el BCE en base a las operaciones de crédito intercambiables. El mercado lo utiliza como indicador para explicar movimiento largo plazo. Creado en 1999

³⁸ En esta fecha se marca el inicio de la crisis y el BCE se ve obligado a fijar nuevas medidas en su política monetaria.

CAPÍTULO 2

Operaciones de financiación a plazo más largo

Las OFPML forman una parte minúscula de la financiación total que suministra el Eurosistema. El primer año se ejecutaron 14 operaciones de este tipo de manera excepcional, siendo las dos primeras llevadas a cabo con un vencimiento inferior de 42 y 72 días con el fin de fijar un ritmo uniforme en las subastas. También las cuatro primeras OFPML se realizaron a tipo fijo, mientras que las demás se ejecutaron a tipo variable (ANEXO III) a partir del mes de marzo.

A lo largo de los años y hasta agosto del 2007, las OFPML se siguieron ejecutando de manera eficiente y constantes. Como podemos ver en la tabla 2.5, en el año 2001 sucede una bajada en el número de entidades de contrapartida como ocurrió con las OPF, debido a la especulación sobre el descenso del tipo de interés de mercado, el procedimiento de concentración que estaba llevando a cabo el sistema bancario y la eficacia del mercado monetario.

En el año 2004 este tipo de operaciones percibieron como aumentó su volumen de adjudicación debido a un presentido aumento de las necesidades de liquidez.

A partir de agosto de 2007 se divisó como las entidades de contrapartida se negaban a financiarse a más largo plazo ya que había una alta inestabilidad en los tipos de interés. Esto provocó que este tipo de operaciones fueran perdiendo a medida que pasaba el tiempo, más peso por lo que se ejecutaron dos OFPML complementarias con el mismo vencimiento, la primera el 23 de agosto por 40 mm y la otra el 12 de septiembre por 74 mm.

Tabla 2.5 Desarrollo de las OFPML (1999-2007)

OFPML	Nº de operaciones	Oscilación de los importes adjudicados en mm	Tipo de interés de la subasta	Entidades participantes (media)
1999	14	18	T. interés fijo/ múltiple	316
2000	12	17	T. interés variable	270
2001	12	20	T. interés variable	220
2002	12	20-15	T. interés variable	186
2003	12	15	T. interés variable	133
2004	12	20-25	T. interés variable	-
2005	12	25-30	T. interés variable	-
2006	12	40	T. interés variable	162
2007	14	50	T. interés variable	145

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

Operaciones de ajuste

Este tipo de instrumento de política monetaria se comenzó a utilizar durante el año 2000, ya que fue en este periodo cuando el Eurosistema aún solo había ejecutado dos operaciones de ajuste. La primera operación que se llevó a cabo fue mediante absorción de liquidez porque en el año anterior se produjo una elevada utilización de las facilidades de crédito y como el BCE se responsabilizó de impedir las restricciones de liquidez durante el cambio de siglo, la operación se llevó a cabo a través de captar depósitos fijos.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (1999-2007)

La segunda operación que se realizó unos meses más tarde a la primera, fue de inyección de liquidez debido a que buscaba hacer frente a la imprevista y alta utilización de las facilidades de depósito que surgieron en este curso del tiempo.

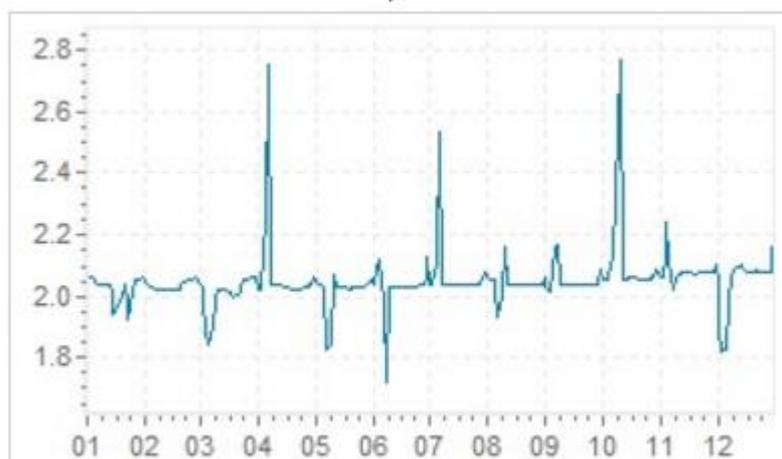
Debido a los atentados terroristas que se produjeron el 11 de septiembre de 2001, el BCE se vio obligado a realizar nuevamente dos operaciones de ajuste. En este caso, el Eurosistema ejecutó dos operaciones de inyección de liquidez con el fin de contrarrestar la inseguridad e incertidumbre que había en los mercados consiguiendo con esta acción regularizar el mercado.

En el 2002 cuando se instauró la moneda única en todos los países de la eurozona, se produjo una alta demanda de liquidez, ya que esto requirió un aumento en la demanda de monedas y de billetes. Para ello, el Eurosistema tuvo que ejecutar tres operaciones de inyección de liquidez para lograr hacer frente a esa situación.

Un año más tarde, debido al incremento de las facilidades marginales de crédito el último día del periodo de mantenimiento, el Eurosistema se vio obligado a realizar una operación de absorción de liquidez con el fin de obtener depósitos a plazo fijo con un interés fijo del 2,5%.

En el 2004, cuando se modificaron las nuevas medidas de la política monetaria se produjo en el último periodo de mantenimiento que el tipo EONIA mostrara una alta inestabilidad ya que la adjudicación de la última OPF se ejecutó ocho días antes de finalizar el periodo. Como el tipo EONIA provocaba inestabilidad en la liquidez, se llevaron a cabo operaciones tanto de absorción como de inyección de liquidez para controlar la volatilidad. Se llevaron a cabo una operación de inyección y dos operaciones de absorción de liquidez con el fin de reparar la situación.

Gráfico 2.4 Desarrollo de los tipos EONIA (2004)



Fuente: <http://es.global-rates.com>

Un año después, tras las modificaciones que se dieron en el 2004 se incrementó la cantidad de errores de previsión de liquidez en el periodo comprendido entre el día de la adjudicación de la última OPF y el final del periodo de mantenimiento. Esto provocó que el Eurosistema evitara la excesiva utilización de las facilidades permanentes y se realizaron tres operaciones de ajuste de inyección de liquidez y seis operaciones de ajuste de absorción consiguiendo así establecer la situación de liquidez.

CAPÍTULO 2

Tras producirse estos errores, en 2006 el BCE se vio obligado a ejecutar seis operaciones de ajuste de absorción de liquidez y cinco de inyección para mantener la situación de liquidez porque esos errores condicionó a las operaciones de ajuste a realizarse en los últimos días de los periodos de mantenimiento, pudiendo ocurrir inestabilidades.

Hasta agosto del 2007 se había producido seis operaciones de ajuste tras las modificaciones que se ejecutaron en la política monetaria en marzo del 2004. Dos de ella se realizaron para inyectar liquidez y cuatro de ellas para absorber liquidez provocando así que hasta esa fecha hubiese una situación equilibrada de liquidez en el mercado.

Tabla 2.6 Desarrollo de las operaciones de ajuste (1999-2007)

Operaciones de ajuste	Nº de operaciones	Oscilación de los importes adjudicados en mm	Entidades participantes (en total)
1999	-	-	-
2000	2	21,4	81
2001	2	109,8	108
2002	3	75	174
2003	1	3,9	12
2004	5	-	-
2005	9	-	-
2006	11	-	-
2007	24	Anotación*	127

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE
Anotación*: El BCE absorbió 143,8 mm y suministró liquidez por importe de 20mm.

Operaciones estructurales

A finales del año 2000, el Eurosistema no había utilizado todavía ninguna operación de este tipo. Fue en el año 2001, cuando se realizaron dos operaciones estructurales con vencimiento semanal con el fin de regular y normalizar la cuantía de liquidez, debido a que dos de las OPF llevabas a cabo este mismo año no habían recogido peticiones. Para ello, el BCE proporcionó liquidez al mercado para corregir ese inconveniente y regresar a estabilizar la situación.

Tabla 2.7 Desarrollo de las operaciones estructurales (1999-2007)

Operaciones estructurales	Nº de operaciones	Adjudicación total	Tipo de interés de la subasta
1999	-	-	-
2000	-	-	-
2001	2	126	T. interés variable
2002	-	-	-
2003	-	-	-
2004	-	-	-
2005	-	-	-
2006	-	-	-
2007	-	-	-

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (1999-2007)

Facilidades permanentes

Ambos tipos de facilidades permanentes tienen como fin absorber o inyectar liquidez en el mercado. Aparte los tipos de interés, tanto de las facilidades de depósito como las de crédito, se utilizan como banda de fluctuación para el tipo a un día de mercado (EONIA). La banda de fluctuación se ha mantenido persistente a lo largo de los años analizados (AXENO I).

Fue en el año 1999, cuando por causa del nuevo entorno que presentaba el mercado interbancario, se produjo un aumento en la adjudicación de facilidades de crédito con el fin de poder ajustar ese mercado novedoso. Un año más tarde, debido a que el Eurosistema llevó a cabo una administración eficaz del sistema de reservas mínimas, el número de adjudicación media diaria de ambos tipos de facilidades disminuyó.

En 2001, por causa de la situación de escasez de puja que se manifestaba en ese momento, la cantidad media diaria de adjudicación de las facilidades de crédito aumentó pero las facilidades de depósito redujeron.

En 2002 y 2003, sucedió un descenso en ambos tipos de operaciones ya que se produjo una mejoría en las previsiones de las necesidades de liquidez debido a que no se originaron insuficiencias de puja. En los últimos meses del 2003 se incrementó la media de adjudicación de las facilidades de crédito.

Debido a la continua eficacia que presentaba el mercado interbancario, entre los años 2004 y 2006 este tipo de operaciones se fueron reduciendo hasta agosto del 2007 debido a la nueva utilización de estas facilidades por parte del BCE con el fin de reconducir la situación que el mercado monetario de la UE vivía en ese momento.

Tabla 2.8 Desarrollo de las facilidades marginales de crédito (1999-2007)

Facilidades marginales de crédito	Adjudicación media diaria (mm)	Entidades que participan (total)
1999	1	3200
2000	0,4	3000
2001	0,7	3065
2002	0,47	2867
2003	0,269	2629
2004	-	-
2005	0,106	-
2006	0,1	-
2007	0,2	2122

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

Tabla 2.9 Desarrollo de las facilidades marginales de depósito (1999-2007)

Facilidades marginales de depósito	Adjudicación media diaria (mm)	Entidades que participan (total)
1999	0,8	3800
2000	0,5	3600
2001	0,4	3409
2002	,014	3245
2003	0,242	3083
2004	-	-
2005	0,122	-
2006	0,2	-
2007	0,5	2798

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

Sistema de reservas mínimas

En 1999, el Sistema de Reservas Mínimas cumplió con sus dos objetivos principales que se había propuesto de forma muy eficaz, siendo el primero alcanzar a equilibrar el tipo EONIA y el volumen de reservas mínimas demandadas supuso un porcentaje eminente, exactamente un 50% sobre las necesidades de financiación del sistema bancario.

A inicios del año, se estableció un tiempo de tres meses denominado “periodo de agua”, con el fin de que en este espacio las entidades de crédito pudieran adaptarse al nuevo contexto que había en ese momento. Estas entidades de crédito fueron adhiriéndose al nuevo sistema de reservas mínimas, pero a medida que pasó el tiempo el número de éstas fue disminuyendo. Esto fue así porque el BCE implantó un sistema de sanciones y por ello, los casos de incumplimiento fueron bastante alto en relación a los años siguientes.

El sistema de reservas mínimas fue actuando correctamente y tal como se habría propuesto, iba logrando sus objetivos principales. Pero el BCE estableció una política de transparencia con el fin de poder lograr que las entidades de contrapartida sancionadas pudieran reducir en número. Para lograr esto, el BCE creó unos porcentajes de penalización³⁹ y de esta manera consiguió reducir el número de casos de incumplimiento.

En el año 2001 este tipo de operaciones continuaba funcionando de forma estable, eficaz y logrando los dos objetivos principales. Además a través del incremento medio de reservas mínimas, alcanzó incrementar el déficit estructural de liquidez del sector servicios en relación al Eurosistema.

Cuando Grecia se adhirió al euro en 2002, se produjeron cambios en la política monetaria siendo el principal ajuste el de fijar a Grecia un periodo de mantenimiento⁴⁰ de

³⁹ Si se produjera algún incumplimiento, la sanción sería de tipo marginal de crédito más un 2,5%, cuando la infracción ocurriera en más de dos ocasiones, el porcentaje aumentaría hasta el 5% más el tipo marginal de crédito.

⁴⁰ El periodo de mantenimiento de Grecia comenzó el 01/01/2001 y el del resto de Estados miembros comenzó como era el habitual el 24/12/2000.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (1999-2007)

reservas distinto al resto de Estados miembros. También la entrada de Grecia a la euro zona provocó un aumento de reservas mínimas del Eurosistema.

Los siguientes años, el sistema de reservas mínimas siguió actuando de forma eficiente y logrando los dos objetivos principales sin ningún tipo de alteración. En el año 2005, tras las modificaciones que se produjeron en el 2004, el tipo EONIA apuntó la inestabilidad más alta de los últimos tiempos.

Tabla 2.10 Desarrollo del sistema de reservas mínimas (1999-2007)

Sistema de Reservas mínimas	Nivel medio de las reservas mantenido por las entidades	Entidades que participan (total)	Casos de incumplimientos por periodo mantenimiento
1999	101,8	7900	139
2000	111,8	7521	92
2001	124	7219	70
2002	129,9	6926	28
2003	130,9	6593	19
2004	136,5	-	-
2005	153,3	-	-
2006	174,3	-	-
2007	187,4	-	-

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

Capítulo 3

EVOLUCIÓN DE LA
POLÍTICA MONETARIA
ÚNICA (2007-2017)

CAPÍTULO 3

operativo eficaz en relación con los tipos de interés a un día de las OPF. A su vez, incrementó la adjudicación a tres meses de las OFPML, consiguiendo así que se redujera la incertidumbre financiera de las entidades de crédito y realzar el plazo medio de vencimiento de la liquidez.

3.1.2 OFPML complementarias a seis meses

Además de las OFPML a tres meses que se realizaban desde el funcionamiento de la política monetaria, a partir de marzo del 2008, el Consejo de Gobiernos del BCE implantó otro tipo de operaciones con plazo más largo, las OFPML complementarias a seis meses.

Este tipo de operaciones, tiene por finalidad favorecer la actividad del mercado a través de ofrecer un periodo más largo con el fin de poder así vigilar el mercado a corto plazo, lo que conlleva al control del tipo de interés EONIA y a reducir la incertidumbre financiera que presentan las entidades de crédito en ese momento.

Como hemos mencionado antes, en un principio las OFPML que se realizaban eran a tres meses, después se empezaron a realizar a seis meses y mientras sucedía la crisis del 2008, se empezó a llevar a cabo con un plazo especial, con vencimiento a un año y finalmente se realizaban las operaciones de a tres años.

Estas operaciones se llevaban a cabo de la misma manera que las OFPML a tres meses, hasta octubre de 2008 través de adjudicación a tipo variable y después de esa fecha a tipo variable.

3.1.3 Líneas financieras Swaps

Según el BCE “Una línea swap es un acuerdo entre dos bancos centrales para el intercambio de monedas, que permite a un banco central obtener liquidez en moneda extranjera del banco central que la emite, generalmente para satisfacer la necesidad de los bancos comerciales de su país”.

a) Operaciones de financiación a plazo en dólares

Debido a la turbulencia financiera que se estaban apreciando a finales del año 2007, la Reserva Federal de EEUU colaboró con el Eurosistema, otorgando dólares estadounidenses a las entidades de crédito, siendo la primera vez que dos bancos centrales del mercado monetario se ayudaran entre sí. Esta medida se podía llevar a cabo mediante swap de divisas o respaldándose mediante los activos de garantía.

Estas operaciones comenzaron con vencimiento al mes, pero poco a poco, se ejecutaban de manera adicional a una semana y a tres meses.

b) Operaciones de inyección de liquidez en francos suizos

Debido a la crisis que se estaba presenciando en el 2008, el 15 de octubre de ese mismo año se inició esta medida por parte del BCE y el Banco Nacional de Suiza (BNS), la cual consistía en el préstamo de liquidez en francos suizos a las entidades de contrapartida a través de swap de divisas.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (2007-2017)

El fin que tenía este tipo de operaciones era evitar las presiones que tenían los tipos de interés a corto plazo y también colaborar con las entidades de contrapartida en las necesidades de financiación con francos suizos.

En un primer momento el vencimiento era semanal y, un tiempo después se ejecutaban estas operaciones con vencimiento a tres meses. Tras unos años, a finales de enero del 2010 se dejaron de llevar a cabo ya que las condiciones del mercado mejoraron.

3.1.4 Operaciones de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena

Debido a la crisis financiera que había en el 2008, el BCE se vio obligado a decidir que a partir de octubre de ese mismo año fueran las entidades de crédito y no el mercado monetario quienes gestionaran la liquidez del mercado. Por este motivo, hubo un cambio en realizar operaciones de subastas a tipo variable a subastas de tipo fijo con adjudicación plena a las entidades que las demandaban.

En un primer momento este tipo de operación se utilizaban para las OPF pero desde que a mediados de octubre se aplicara esta nueva medida se empleó para todas las OFMPL (regulares, complementarias y operaciones en \$).

Debido al nuevo cambio que se produjo a la hora de realizar estas operaciones, se incrementó la provisión de liquidez provocando exceso de liquidez durante el periodo de mantenimiento y por esto, las entidades de crédito decidieron colocar la liquidez de sus cuentas bancarias que tenían en el Eurosistema en las facilidades de depósito.

Gráfico 3.2 Liquidez diaria en las facilidades marginales de depósito (media semanal)



Fuente: Informe Mensual Julio 2011 BCE

3.1.5 Aumento de la lista de activos de garantía admitidos

El Consejo de Gobierno del BCE determinó extender el número de activos de garantía en la lista, con el fin de hacer frente al esperado incremento de liquidez debido a la modificación en la operativa de subastas.

CAPÍTULO 3

A partir de octubre de 2008, aumentó la calidad de los activos negociables y no negociables a BBB⁴¹ pero en cambio, los bonos de titulación continuaron teniendo una calidad crediticia A.

Unos meses después, el 14 de noviembre se repitió hacer un incremento de los activos con instrumentos de renta fija negociables emitidos en la eurozona en libras esterlinas, dólares estadounidenses y yenes japoneses, siempre y cuando, el emisor se ubicara dentro de la EEE.

3.1.6 Programa de estímulo a través de la compra de bonos garantizados

A lo largo de todos estos años analizados, el BCE ha realizado tres Programas de adquisición de bonos garantizados (en adelante CBPP).

El Consejo de Gobierno del BCE, llevó a cabo el primer CBPP en mayo del 2009 con el fin de respaldar el crédito y estimular el mercado de bonos garantizados. El Eurosistema adquirió bonos garantizados en euros por un importe de 60 mm de euros entre julio del 2009 y junio del 2010.

Un mes más tarde de esta última fecha, se inició el CBPP2 con el fin de renovar los criterios de financiación de las entidades de crédito y empresas. El importe de la adjudicación a mercados primarios y secundarios que cumplieran con los requisitos fue de 40 mm de euros. Este plan terminó en octubre de 2012.

Dos años más tarde, septiembre de 2014 se inició el CBPP3 con el fin de estimular la transmisión de la política monetaria. De la misma manera que los dos programas anteriores, el Eurosistema se encarga de la compra de bonos garantizados⁴² en euros emitidos en la eurozona. Desde que inicio este tercer programa hasta finales del 2016 se estima que se han adquirido bonos garantizados por valor de aproximadamente 86 mm de euros.

3.1.7 Programa para el mercado de valores

En el año 2010, algunos países como Portugal, Grecia Y España tenían serias dificultades para lograr financiación. Por ello, el BCE se vio obligado a tomar nuevas medidas haciendo público el Programa para el Mercado de Valores (en adelante SMP). Esta nueva medida consistía en la compra de valores deuda en los mercados secundarios con el fin de conseguir una buena actividad en varios sectores del mercado de valores, facilitar los procedimientos de financiación y transmitir la política monetaria de manera eficaz dentro de la eurozona y así reducir la incertidumbre que se difundía a las economías de los demás países de la UE.

El SMP era llevado a cabo por los gestores de la cartera del Eurosistema, los cuales se ocupaban de la compra de valores de renta fija en los mercados secundarios ya que, por su propia normativa interna, el BCE tiene prohibido operar y negociar en los mercados primarios. Las compras se realizaron en mayo de 2010, marzo de 2011,

⁴¹ La calidad crediticia de una entidad está relacionada con la competencia con la que esa entidad se hace cargo de sus compromisos de pagos futuros. Puede tener diferentes calificaciones: BBB calidad satisfactoria, A buena calidad, AA alta calidad y AAA calidad crediticia óptima.

⁴² Esos bonos deberán cumplir unos requisitos para que sean admitidos como activos de garantía.

agosto de 2011 y febrero de 2012. En septiembre de 2012 finaliza esta medida no convencional.

3.1.8 Programa de operaciones monetarias de compraventa

El Consejo de Gobierno del BCE, en agosto del 2012, adopta una nueva medida no convencional denominada Programa de operaciones monetarias de compraventa (en adelante OMT). Este Programa OMT consistía en la adquisición de bonos soberanos a uno o a tres años en el mercado secundario de deuda pública.

Debido a la crisis en la deuda soberana que se estaba presenciando en los mercados de deuda pública, se decidió llevar a cabo esta medida para hacer frente a la situación crispada que se estaba dando y así poder cumplir el objetivo principal, la estabilidad de precios.

Esta medida tenía que cumplir con una serie de características técnicas anunciadas mediante una nota de prensa por el Consejo de Gobierno del BCE el 6 de septiembre de 2012:

- Condicionalidad: es necesaria la condicionalidad estricta y efectiva en el programa de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera/ el Mecanismo Europeo de Estabilidad (en adelante EFSF/ESM). Es el Consejo de Gobierno quién determina si la OMT están justificadas desde la perspectiva de política monetaria.
- Cobertura: las OMT se utilizarán para programas de ajuste macroeconómico, programas precautorios del EFSF/ESM y también se utilizarán en programas de ajuste macroeconómico de países de la zona euro cuando estén recuperando el acceso a los mercados de deuda.
- Trato a los acreedores: el Eurosistema tendrá el mismo trato que los acreedores privados o el de otros acreedores, en los que respecta a los bonos emitidos por países de la zona euro.
- Esterilización⁴³: la liquidez generada a través de las OMT se esterilizará íntegramente.
- Transparencia: el BCE publicará semanalmente tanto el saldo acumulado como el valor de mercado de las OMT.

En los años 2012 y 2013, el Programa de OMT no se puso en marcha.

3.1.9 Opción de reembolso

En el año 2013, el BCE anunció que a las entidades de contrapartida participantes en las OFPML a tres años se les permitieran la opción de reembolsar

⁴³ Técnica que se lleva a cabo con el fin de neutralizar el posible exceso de liquidez que se puede dar al realizar este tipo de operaciones. Por esta razón se ejecutan operaciones de ajuste con el objetivo de continuar manteniendo la misma cantidad de liquidez en circulación y lograr el cometido del BCE, la estabilidad de precios.

semanalmente la cantidad de fondos adjudicados en esta clase de operaciones, lo que consiguió una disminución del exceso de liquidez.

3.1.10 Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico

“El 5 de junio de 2014, el Consejo de Gobierno, en cumplimiento de su mandato de mantener la estabilidad de precios, decidió introducir medidas dirigidas a mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria” (BCE, 2014).

Entre las nuevas medidas que se adoptaron⁴⁴ por parte del BCE, se encuentran ocho operaciones de financiación a plazo más largo con propósitos determinados (en adelante TLTRO) con el fin de estimular la adjudicación de créditos y mejorar los requisitos de financiación de las entidades de crédito.

Esta nueva medida se basa en conceder financiación a largo plazo a las entidades de crédito durante cuatro años con unas fascinantes condiciones. Las entidades tienen derecho a una financiación igual al 7% del saldo total de sus préstamos otorgados al sector privado⁴⁵ no financiero de la eurozona pendiente a 30 de abril de 2014. El tipo de interés no se modifica durante el periodo que dure la operación. El tipo de interés que se empleó equivale al de las OPF más un diferencial fijo de 10 puntos.

En enero de 2015, el Consejo de Gobierno del BCE determina variar el tipo de interés de las seis operaciones restantes que estaban ya en marcha y además se suspende aplicar el diferencial de 10 puntos con el fin de mejorar la eficacia de las TLTRO.

Durante los meses comprendidos entre marzo de 2015 y junio de 2016, las entidades de contrapartida podían obtener financiación fundamentándose en el desarrollo que seguían sus préstamos, cuanto mayor sea el importe de estos, mas cuantía de financiación podrán obtener. La cuantía se obtiene a través de un multiplicador del que se consigue hasta el triple de la diferencia entre la financiación desde el 30 de abril de 2014 y el valor de referencia en la fecha en que se solicite dicho importe.

El Consejo de Gobierno estableció unas características que las entidades de contrapartida deberán cumplir en relación al volumen de financiación. En caso de infracción deberán reembolsar los fondos adquiridos antes del vencimiento de las TLTRO. Todas vencerán en septiembre de 2018.

Los requisitos que tienen las TLTRO para las entidades de crédito son muy atractivos:

- El tipo de interés y el vencimiento son más beneficiosas que las ofrecidas por el mercado.
- Contribuir en la utilización de este instrumento representaba mejorar la imagen corporativa de la entidad debido a que se entendía como una participación en apoyo a la economía real.

⁴⁴ A demás se llevó a cabo una nueva disminución de los tipos de interés oficiales del BCE (explicado en el siguiente apartado) y el inicio de dos planes de adquisición de activos del sector privado.

⁴⁵ Excluyendo las hipotecas

- Las circunstancias favorables mejoran la posición de las entidades de contrapartida en el mercado de crédito.

3.1.11 Programa de adquisición de bonos de titulización de activos

El 2 de octubre de 2014, el Consejo de Gobierno del BCE inicia un nuevo Programa de adquisición de bonos de titulización de activos (en adelante ABSPP) con el fin de facilitar la provisión en crédito a la economía de la eurozona y contribuir a que la tasa de inflación vuelva a situarse próximo al 2%. La compra de bonos será respaldada por los activos financieros⁴⁶.

Los bonos que son comprados tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, son obtenidos por gestores⁴⁷ elegidos por el BCE. Estos gestores representan el Eurosistema.

Además el ABSPP busca en aumentar el balance para mantener la estabilidad de precios debido los bajos tipos de interés a corto plazo de este periodo. Esto resultó de manera contraria y negativa, ya que se pretendía que el balance llegase a un valor de tres billones de euros y después de dos semanas, el balance disminuyó en 1.580 millones de euros.

A últimos del año 2014 el volumen de compra del ABSPP había logrado 1,7 mm de euros, desde que se iniciara el 21 de noviembre. Teniendo en cuenta solo el volumen vemos como la cuantía se ha visto disminuida debido a que se pusieron en marcha en tiempos dónde la actividad del mercado era insuficiente.

Un año más tarde se amplía este programa para constituir el programa ampliado de compras de activos (explicado a continuación).

3.1.12 Programa de compras del sector público

En enero de 2015, el Consejo de Gobierno del BCE hace público el inicio de un Programa de compras del sector público (en adelante PSPP) con el fin de obtener activos públicos y privados en la eurozona desde marzo de este año hasta septiembre de 2016 invirtiendo mensualmente 60.000 millones de euros.

Entre los requisitos que exige el PSPP, vemos que únicamente se podrán realizar adquisiciones en mercados secundarios, que debe tener una rentabilidad por lo menos la misma que presentan las facilidades de depósito, obtener un trato igual que a los inversores privados y tener un vencimiento que oscile entre los 2 y 30 años.

Los BCNs de cada país miembro, tienen derecho a poder obtener deuda pública⁴⁸ de su propio país con la misma proporción de participación de capital en el

⁴⁶ Los activos financieros más comunes son: leasing, préstamos, deuda personal, tarjetas de crédito. Cualquier activo con ingresos financieros puede ser un activo apropiado.

⁴⁷ Los gestores de activos serán Deutsche Asset & Wealth Management International, Amundi & Amundi Intermediation, State Street Global Advisors y ING Investment Management.

⁴⁸ Deuda emitida por organismos como la UE, el Instituto de Crédito Oficial (ICO), el Banco Central de Inversiones (BEI) siempre dirigida por el BCE.

BCE⁴⁹. Si por ejemplo se prujese una pérdida en una operación, el 20% son asumidas por el BCE y el 80% por el BCN que corresponda.

3.1.13 Nuevas operaciones de financiación a plazo más largo

El 10 de marzo de 2016, el Consejo de Gobierno del BCE hace público el inicio de cuatro operaciones nuevas de financiación a plazo más largo con objetivo específico (en adelante TLTRO II). Las nuevas operaciones ofrecerán condiciones atractivas de financiación a largo plazo a las entidades de crédito con miras a seguir relajando las condiciones de concesión de crédito al sector privado y estimular la creación de crédito. “El objetivo de las TLTRO II es reforzar la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y mejorar la transmisión de la política monetaria incentivando aún más la concesión de crédito bancario a la economía real” (Nota de prensa del BCE, 2016).

Las TLTRO II se realizarán con una periodicidad trimestral entre junio de 2016 y marzo de 2017 y tendrán un vencimiento de cuatro años. A demás estas operaciones colaborarán en disminuir la tasa de inflación hasta conseguir una cercanía al 2%.

3.1.14 Programa de adquisición de bonos corporativos

En abril de 2016, el BCE anuncia la aplicación de un Programa de compras de bonos corporativos (en adelante CSPP) y que “junto con otras medidas no convencionales, el programa aumentará el tono acomodaticio de la política monetaria y contribuirá a que las tasas de inflación vuelvan a situarse en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo” (Nota de prensa del BCE, 2016).

El CSPP se llevará a cabo a través de compras de bonos del sector privado mediante seis⁵⁰ BCNs por parte del Eurosistema y coordinadas por el BCE. El inicio de esta actividad comenzará en junio de ese mismo año y tendrán un vencimiento que oscila entre seis meses y 30 años.

3.1.15 Programa de compra de activos

El BCE decide incluir en un solo programa llamado Programa ampliado de compra de activos (en adelante APP) todos los programas de compra de activos tanto del sector privado como del sector público con el fin de superar sin incertidumbres el periodo de baja inflación. En junio de 2016 incluye el CSPP.

Según el BCE, el APP incluye:

- Tercer programa de compra de bonos garantizados (CBPP3)
- Programa de compra de valores respaldados por activos (ABSPP)
- Programa de compra del sector público (PSPP)
- Programa de compra del sector corporativo (CSPP)

⁴⁹ La participación del banco español es del 12,6%.

⁵⁰ Los BCNs son Banco de España, Banco de Francia, Banco Nationale de Belgique, Bando de Italia, Deutsche Bundesbank y Suomen Pankki.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (2007-2017)

Este programa se estima que tendrá una duración hasta finales del 2017 que consistirá en adquisiciones de activos del sector privado y público que llegará a un promedio de 80 mm de euros y desde abril del 2017 llegará a los 60 mm de euros.

3.2 Evolución de la instrumentación de la política monetaria

A partir de las turbulencias que empieza a presentar el mercado financiero en 2007, el BCE se vio obligado a tomar decisiones con el fin de ampliar el suministro de liquidez, incrementar el plazo de vencimiento de las OMA, llevar a cabo operaciones de financiación a más plazo en dólares y continuar con las OFPML complementarias que estaban activas desde mediados de este mismo año.

Tras la quiebra de Lehman Brothers⁵¹ en septiembre de 2008, el mercado financiero se deterioró y el BCE tuvo que comprometerse a respaldar el acceso a la liquidez de las entidades de crédito solventes con el fin de restablecer un mercado monetario eficaz que en ese momento se encontraba afectado y damnificado. Para lograr ese cometido, el BCE decidió modificar la adjudicación de las medidas tomadas por la política monetaria a tipo de interés fijo con adjudicación plena⁵², llevar a cabo nuevas OFPML complementarias, realizar operaciones asociadas a operaciones de inyección de liquidez en dólares y en francos suizos y aumentar la lista de activos admitidos como garantía.

Debido a la situación que hay en ese momento, el BCE se ve obligado a oscilar cuatro veces los tipos de interés de las OPF (ANEXO II) a lo largo del segundo semestre del año, en un primer momento incrementándolo hasta llegar al 4,25% y después reduciéndolos al 3,75%, 3,35% y 2,5% respectivamente. A la vez el BCE decide ampliar en un 0,25% la banda de fluctuación determinada por las facilidades permanentes (ANEXO I) y en octubre de 2008, el BCE vuelve a disminuirla a valores de años anteriores.

En el año 2009, el Consejo de Gobierno del BCE continúa utilizando los instrumentos no convencionales con el fin de aliviar la incertidumbre que había en el mercado financiero en ese momento, aplicando nuevas OFPML complementarias con el fin de que todas las entidades de crédito lograran obtener financiación. A su vez, volvió a fluctuar el tipo de interés de las medidas nuevamente en cuatro circunstancias: el tipo de interés de las OPF disminuyó históricamente al 1%, los tipos de interés de las facilidades de crédito llegaron a reducir hasta el 1,75% y las de depósito hasta el 0,25%.

Un año más tarde debido al amplio déficit fiscal que tenía Grecia⁵³, explota la crisis de deuda pública y Grecia se ve obligado a solicitar un rescate financiero⁵⁴. Este acto de ayuda financiera es realizado por catorce países pertenecientes a la UE y el Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI), prestando una cantidad de 110 mm de €⁵⁵.

Debido a este suceso, se fundó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (en adelante FEEF) con el objetivo de poder financiar a aquellos países de la zona euro que

⁵¹ Después de 158 años de actividad, el 15 de septiembre del 2008 el cuarto banco de inversiones estadounidense (Lehman Brothers) se declaró en bancarota provocando la peor crisis mundial económicamente, financieramente y socialmente.

⁵² Esta nueva decisión consiguió que el saldo de operaciones de financiación lo fijara la demanda de las entidades de contrapartida y no la oferta del Eurosistema (lo que se realizaba hasta esa fecha).

⁵³ Hablamos del 13,8% del PIB.

⁵⁴ Acontecimiento de préstamo de liquidez a una entidad que está en situación de peligro (insolvencia, quiebra, bancarota...) con el fin de que si dicha entidad quiebra no se provoque un contagio financiero.

⁵⁵ De dicha cantidad, 80 mm de € son prestados por la UE y el resto del FMI.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (2007-2017)

tuvieran una situación fiscal en duda hacia el mercado. A finales de 2010, Irlanda solicitó ayuda al FEEF y al FMI, los cuales le financiaron con 80 mm de € con el fin de reestructurar y reformar su sistema financiero tras el pinchazo de una inmensa burbuja inmobiliaria y conseguir una estabilidad fiscal.

Después de ver la enorme crisis financiera que se estaba viviendo, el BCE se ve obligado a implantar nuevas medidas no convencionales con el fin de estimular y reactivar un correcto funcionamiento de algunos sectores que se encontraban en una pésima situación. Algunas de estas medidas fueron el programa de adquisición de bonos garantizados y el programa para el mercado de valores. También el BCE tomó la decisión de omitir y cancelar algunas medidas que se pusieron en marcha al principio de la crisis en 2008, también canceló las OFPML complementarias a seis meses y un año y las operaciones de liquidez en dólares y francos suizos. Además el Consejo de Gobierno del BCE volvió a implantar en las OPML regulares el proceso de subasta a tipo de interés variable.

También el BCE mantuvo en su porcentaje más bajo los tipos de interés de las medidas de la política monetaria a lo largo de este periodo. No ocurría esto desde 1999.

En el año 2011, aparte de mantener los instrumentos que se activaron en el año anterior para estimular y mejorar la situación que había en los mercados monetarios, también el BCE decidió oscilar cuatro veces los tipos de interés oficiales. En un primer momento, se incrementaron los tipos de interés de las OPF hasta el 1,25%, en un 2% el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y en un 0,5% el de la facilidad marginal de depósito y a lo largo del año se varió incrementándolos en 0,25% y seguidamente se redujeron en dos ocasiones hasta llegar el tipo de interés de las OPF hasta el 1%, el tipo de la facilidad marginal de crédito y depósito hasta el 1,75% y 0,25% respectivamente.

La crisis de la deuda pública también contagió a Portugal, el cual fue ayudado financieramente por el FEEF por una cantidad de 78 mm de € en tres años con el fin de reestructurar el sistema financiero y lograr una estabilidad fiscal. No solo ocurrió esto, si no que a mediados del año 2012, el BCE al ver que Grecia no tenía la capacidad para cumplir con las condiciones que se le exigieron en la primer ayuda financiera, el FEEF se vio obligado a realizar un segundo rescate a Grecia por un importe de 109 mm de € a cambio de la disminución en los tipos de interés y un incremento en los plazos de vencimientos. También el sector privado aportó 50 mm de € entre los años 2011 y 2014.

En 2012, el BCE suprimió los dos instrumentos de la política monetaria que se habían puesto en marcha durante el año anterior y tomó la decisión de implantar nuevas medidas, como las operaciones monetarias de compraventa. Además se llevó a cabo una nueva modificación de los tipos de interés, las OPF hasta en 0,75%, las facilidades de crédito y depósito en 1,5% y en 0% respectivamente.

La crisis de la deuda soberana perjudicó a España en ese mismo año, recibiendo hasta 100 millones de € por parte de la eurozona para recapitalizar el sistema financiero.

Un año más tarde, el Consejo de Gobierno del BCE, por primera vez, “a las entidades de contrapartida se les dio la opción de reembolsar semanalmente fondos obtenidos en las OFPML a tres años adjudicadas en diciembre de 2011 y febrero de 2012” (BCE, 2013, p.93). Este mismo año, el BCE volvió a modificar los tipos de

CAPÍTULO 3

interés en dos ocasiones. En un primer lugar, redujo los tipos de interés hasta el 0,5% de las OPF, hasta el 1% de las facilidades de crédito y el tipo de las facilidades de depósito no osciló. A final de año, se modifica por segunda vez llegando a disminuir el tipo de interés de las OPF hasta el 0,25%, hasta el 0,75% de las facilidades de crédito y el tipo de interés de las facilidades de depósito continuó mostrándose invariable desde el 2011.

Durante el año 2014, la tasa de inflación de la UE disminuye hasta el 0,4% debido a la crisis de Crimea⁵⁶ que provoca una reducción en el precio de algunos productos importantes como las materias primas y la energía. Debido a este suceso, el objetivo principal de la UE de la estabilidad de precios se situaba lejos del 2% logrando así que el BCE volviera a poner en marcha nuevas medidas como una serie de operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico y la adquisición de bonos de titulización de activos.

En 2015, la tasa de inflación de la eurozona continua propensa a disminuir como mostraba desde el 2011, logrando así que el objetivo primordial se sitúe próximo al 2%. A lo largo de este año se observó una mejoraría y recuperación en la economía de la eurozona y por ello el BCE decide ampliar el programa de compra de activos y disminuir adicionalmente el tipo de interés negativo de las facilidades marginales de depósito

En el año 2016, como la inflación continuó disminuyendo el BCE vio que era necesario un ajuste en la política monetaria y por ello, amplió el APP con la incorporación de un nuevo programa de bonos corporativos y también introdujo nuevas operaciones de financiación a plazo más largo con el fin de hacer frente a la situación deflacionista que había en ese momento y reestructurar la política monetaria europea.

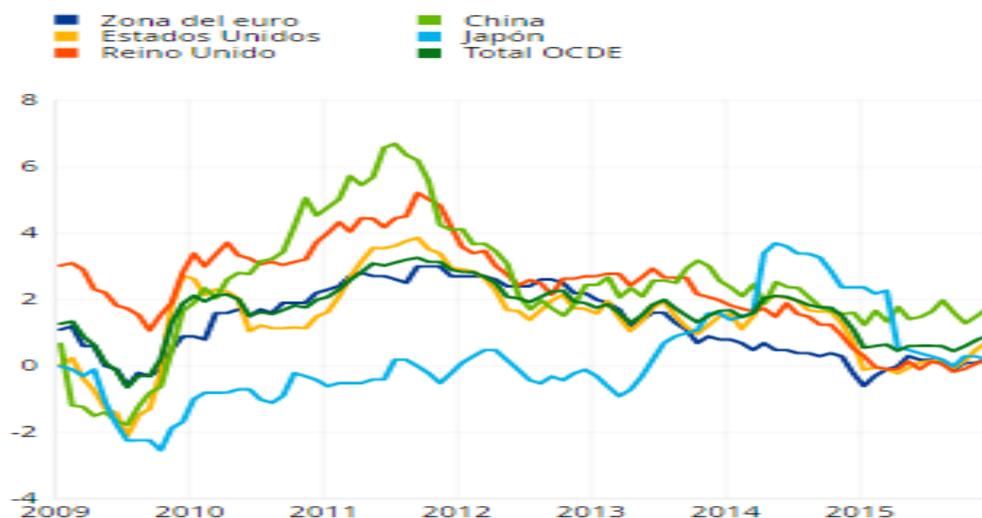
Durante este mismo año, disminuye los tipos de interés de las OPF hasta el 0%, el tipo de interés de las facilidades marginales de crédito disminuye hasta el 0,25% y hasta el -0,4% el tipo de interés de las facilidades marginales de depósito.

A su vez, el Euribor ha ido disminuyendo sus valores desde 2008 hasta llegar a presentar valores negativos históricos llegando a alcanzar a finales del año 2016 a -0,073%. Esto se debe en gran parte debido a la bajada significativa de los tipos de interés oficiales del BCE.

Aunque actualmente no hay datos oficiales publicados, el BCE continúa haciendo frente a esa situación deflacionista y sin modificar los tipos de interés descritos en el párrafo anterior, con el fin de lograr el objetivo primordial y así eliminar las posibles incertidumbres que existen en la economía europea y su política.

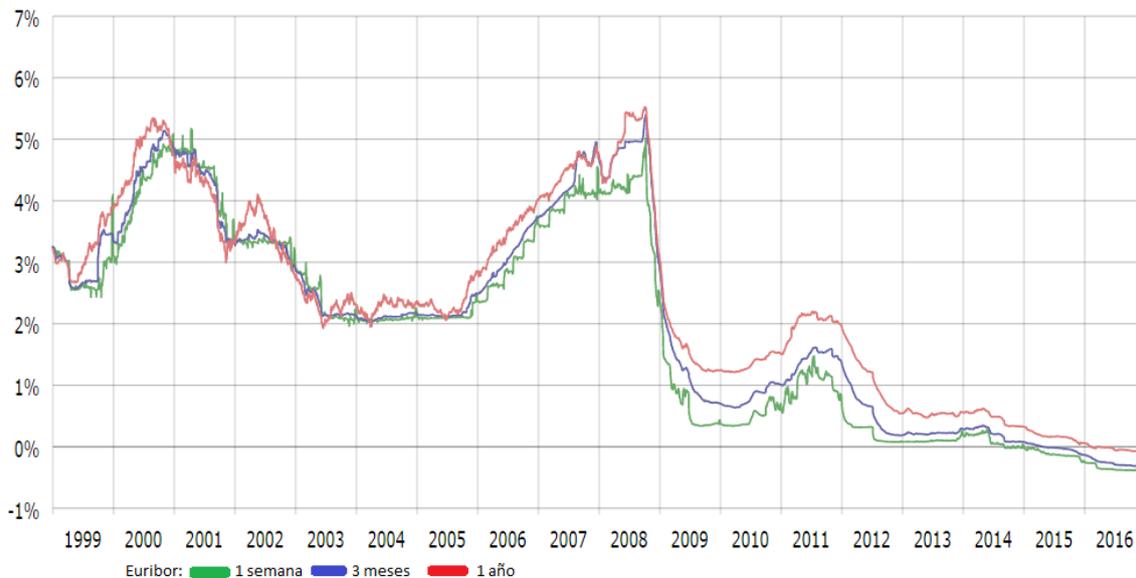
⁵⁶ Conflicto diplomático ocurrido entre Rusia y Ucrania.

Gráfico 3.3 Desarrollo de la tasa de inflación (2009-2016)



Fuente: Informe Anual 2015, BCE

Gráfico 3.4 Desarrollo del Euríbor (1999-2016)



Fuente: BCE

También se iniciaron nuevas medidas a parte de las ya mencionadas, como el comienzo de dos programas de adquisición de activos del sector privado así como una disminución de los tipos de interés a corto plazo. Esto se llevó a cabo con el fin de restablecer una orientación adecuada de la política monetaria.

Debido a la disminución de los tipos de interés se logró que estos llegaran a los niveles más bajos desde la aplicación de la política monetaria. Como consecuencia las OPF disminuyeron hasta el 0,05% y el tipo de interés de las facilidades de depósito adquirió valores negativos llegando hasta el -0,2%⁵⁷, nunca visto anteriormente. También disminuyó el tipo de interés de las facilidades de crédito en el 0,3%. Debido a esta reducción el BCE incrementó la adjudicación de las OPF y de las OFPML con el

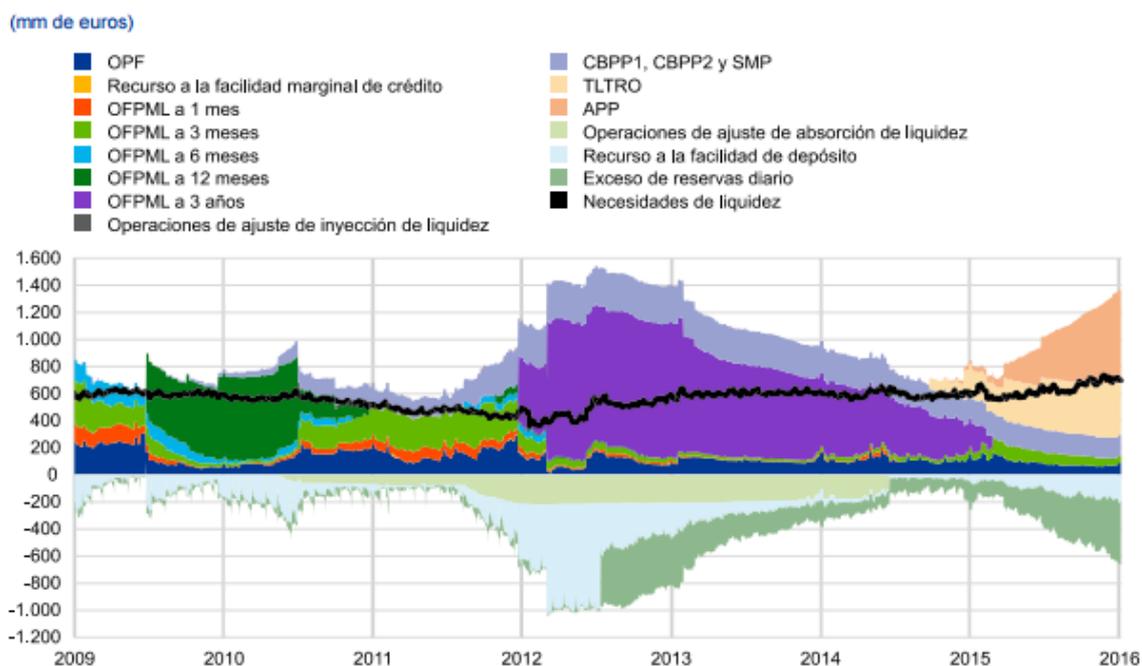
⁵⁷ Este suceso estimuló que las entidades negociaran más en los mercados interbancarios, logrando así una adecuada actividad del mercado.

CAPÍTULO 3

fin de que el número de entidades de contrapartida creciera en la participación de las mismas.

En el año 2015, el Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar los programas de compra de activos para incluir bonos de deuda pública y varía los tipos de interés del TLTRO con el fin de hacer frente al duradero periodo de baja inflación, aun manteniendo sus tipos de interés oficiales.

Gráfico 3.5 Operaciones de liquidez (absorción e inyección) ejecutadas por el Eurosistema (2009-2016)



Fuente: Informe anual BCE 2015

Operaciones principales de financiación

Durante el año 2007 mitad del 2008, las OPF fueron evolucionando constantes, sin variación y de la misma manera pero en octubre del 2008, cuando comienzan las turbulencias del mercado financiero, las OPF se quedan atrás perdiendo importancia ante las OFPML y el BCE se ve obligado a tomar decisiones sobre estas operaciones.

El 15 de octubre de este mismo año, el BCE decide que a la hora de ejecutar este tipo de operaciones, se realicen a través de tipo de interés fijo y adjudicación plena logrando así tanto un incremento de las entidades participantes como un aumento de la cuantía de las adjudicaciones. Durante este periodo, debido a la dificultad que mostraba el mercado monetario para obtener financiación fueron muchas entidades las que optaron por este tipo de operaciones ya que preferían deber financiación al BCE antes que al mercado.

Desde el año 2009 hasta 2016 las OPF fueron perdiendo cada vez más peso frente a la abundante liquidez que aportaban las OFPML, disminuyendo tanto las entidades participantes como los importes de adjudicación.

Tabla 3.1 Desarrollo de las OPF (2008-2015)

OPF	Nº de operaciones	Oscilación de los importes adjudicados (mm)	Tipo de interés de la subasta	Entidades participantes (media)
2008	52	175/291	T. interés variable/fijo	443
2009	52	149,8	T. interés fijo	401
2010	52	133,8	T. interés fijo	115
2011	52	159	T. interés fijo	190
2012	52	98	T. interés fijo	95
2013	53	108	T. interés fijo	76
2014	52	110	T. interés fijo	-
2015	52	126	T. interés fijo	-

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

Operaciones de financiación a plazo más largo

Durante el periodo analizado, las OFPML han sido operaciones que han tenido mucho peso⁵⁸. Tras utilizarse las OFPML complementarias y las OFPML regulares, fue en 2008, cuando se tomó la decisión de ejecutar nuevas operaciones de este tipo para regularizar el estado del mercado. Se pusieron en marcha operaciones con vencimiento a seis meses y a partir de octubre de este mismo año, se realizaban cuatro operaciones complementarias por cada periodo de mantenimiento⁵⁹ (dos con vencimiento a tres meses, otra a seis y otra a plazo especial). Este suceso supuso un 72% de la financiación a fin de año.

Durante el 2009, aparte de utilizarse las operaciones mencionadas en el párrafo anterior, también se puso en marcha en mayo de este mismo año un nuevo tipo llamada, OFPML de vencimiento anual. Se realizaron tres operaciones de este tipo a lo largo del año suponiendo el 82% de la financiación.

A partir del año 2010, se fueron retirando medidas no convencionales que se habían aplicando con anterioridad. Las operaciones a seis meses y complementarias a tres meses se suprimieron y se instauró un tipo de interés variable para las OFPML regulares. Además se hizo coincidir el vencimiento de las operaciones a plazo especial con el periodo de mantenimiento.

En mayo de ese mismo año, a pesar de que las OFPML con vencimiento a seis meses desaparecieron el BCE se vio obligado a realizar nuevamente dos operaciones de este tipo a través de adjudicación plena con el fin de mejorar la situación que se presentaba en algunos sectores del mercado.

Durante el 2011, el BCE puso en marcha un tipo de operaciones con vencimiento a tres años. También se continuó realizando operaciones tanto regulares

⁵⁸ En el año 2007 las OFPML suministraban un 30% de la financiación mientras que a inicios del 2008 ofrecía el 60%.

⁵⁹ En un año hay doce periodos de mantenimiento (ANEXO IV).

CAPÍTULO 3

como complementarias. Un año después, se ejecutaron dos operaciones de este tipo adjudicando 1.000mm de euros entre 800 entidades de contrapartida participantes.

En 2013 y 2014, a las entidades de contrapartida participantes en las OFPML a tres años se les otorgó la opción de reembolso semanalmente el capital logrado por estas operaciones consiguiendo así una disminución del exceso de liquidez.

Tabla 3.2 Desarrollo de las OFPML regulares (2008-2015)

OFPML	Oscilación de los importes adjudicados (mm)	Tipo de interés de la subasta	Entidades participantes (media)
2008	50	T. interés variable/fijo*	157
2009	Anotación**	T. interés variable	8/133
2010	45,1	T. interés variable/fijo	-
2011	72,7	T. interés variable	123
2012	14,4	T. interés variable	-
2013	7,2	T. interés variable	46
2014	11	T. interés variable	-
2015	24	T. interés variable	101

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

*A partir del estallo de la crisis financiera en 2008, algunas operaciones se ejecutaron a un tipo de interés variable.

Anotación**: El total adjudicado en las OFPML varió entre 617 mm y 314 mm.

Tabla 3.3 Desarrollo de las OFPML complementarias (2008-2015)

OFPML	Oscilación de los importes adjudicados (mm)	Entidades participantes (media)
2008	617	210/97*
2009	Anotación**	8/147
2010	5,7/68	7/56
2011	66,8	47
2012	17,8	26
2013	5,3	21
2014	-	-
2015	-	-

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

*210 participaron en la subasta a tipo de interés variable y 97 en subasta a tipo de interés fijo.

Anotación**: El total adjudicado en las OFPML varió entre 617 mm y 314 mm.

Operaciones de ajuste

En el 2008, el BCE decidió llevar a cabo 25 operaciones de este tipo con el fin de controlar los tipos de interés y administrar la liquidez del mercado, siendo doce de ellas ejecutadas al final de los periodos de mantenimiento. A lo largo de este año se realizaron operaciones de ajuste tanto de absorción como de inyección de liquidez debido a la crisis que se presenciaba el mercado tras la caída de Lehman Brothers.

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (2007-2017)

A finales de este año, incrementó la participación de las entidades de contrapartida en las operaciones de ajuste ya que el BCE decidió que las entidades participantes en OMA, también podían realizar este tipo de operaciones y no solo unas pocas como se había realizado hasta ese momento.

En los años próximos, el BCE decidió llevar a cabo doce operaciones de ajuste de inyección de liquidez, como hemos dicho en párrafos anteriores, al final de los periodos de mantenimiento con el fin de hacer frente a las tensiones que se produjeron tras la quiebra de Bear Stearns⁶⁰.

Desde el 2010 hasta el 2013 incluido, las operaciones de este tipo de absorción de liquidez estaban designadas para absorber el exceso de liquidez generado por el Programa de Mercado de Valores. Debido a esta situación, el BCE se vio obligado a realizar operaciones semanales con el fin de conseguir depósitos a plazo fijo por un importe igual al del Programa de Mercados de Valores.

Tras detener el BCE en junio de 2014 las operaciones de ajuste que tenían por finalidad absorber la liquidez del SMP, se produjo un exceso de liquidez que el mercado disminuyó la participación en el restante de operaciones financieras.

Tabla 3.4 Desarrollo de las operaciones de ajuste (2008-2015)

Operaciones de ajuste	Número de operaciones	Adjudicación media (mm)	Entidades participantes (total)
2008	25	-	136*
2009	12	154	136
2010	12	232	171
2011	12	154	136
2012	Anotación*	-	-
2013	Anotación*	-	-
2014	12	x	x
2015	x	x	x

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

Anotación*: En los informes no señala el número exacto de las operaciones realizadas en esos años, se toma nota de las operaciones que se llevan a cabo a final de los periodos de mantenimiento.

*Desde principios de octubre del 2008 se toma la decisión de que pueden ser todas las entidades de contrapartida participantes, no como anteriormente que eran elegidas por el Eurosistema.

Operaciones estructurales

A lo largo de los años comprendidos entre 2007 y 2016 que hemos analizado, no se han realizado operaciones de este tipo.

Facilidades Permanentes

A partir del año 2008, la banda de fluctuación de las facilidades permanentes comienza a cambiar. Tras este suceso y el incremento de las adjudicaciones de las

⁶⁰ Quinto banco de inversión más importante de EEUU vendido por 270 millones de dólares a JP Morgan, debido a la crisis financiera global.

CAPÍTULO 3

OMA, aumenta la utilización de este tipo de operaciones marginales de depósito al final de los periodos de mantenimiento.

Desde el estallido de la crisis en octubre de 2008, el BCE se vio obligado a reducir los tipos de interés de las facilidades permanentes y al haber inseguridad en el mercado en relación a la liquidez, hizo que el empleo de facilidades de crédito se disparara.

En el año 2009 y 2010, la banda de fluctuación siguió oscilando. Por este motivo y porque los tipos de interés de las facilidades de depósito no cambiaban se redujo la banda con el fin de impedir que los tipos de interés de estas operaciones no llegaran al 0% y continuar estimulando que se ejecuten este tipo de operaciones a un día sin garantía. Debido a que se incrementó la adjudicación de liquidez en las OMA a tipo de interés fijo, aumentó a diario la demanda de las facilidades de depósito. En cambio, las facilidades marginales de crédito disminuyeron en relación al año anterior por la inestabilidad que había en la necesidad de liquidez del mercado y el aumento de adjudicaciones en operaciones de financiación.

Un año más tarde, los tipos de interés de los dos tipos de facilidades varían, por lo tanto la adjudicación media también oscile. A lo largo de este año, como el BCE había tomado nuevas medidas no convencionales en relación a la liquidez, las facilidades marginales de depósito disminuyeron durante los primeros seis meses en cambio, las adjudicaciones de operaciones de crédito aumentaron por el descenso de los tipos de interés.

En el año 2012, las facilidades marginales de depósito incrementan su adjudicación durante el primer semestre debido que desde julio el tipo de interés de este tipo de operaciones llega al 0% y las entidades de crédito eligen sus cuentas bancarias para tener el dinero en vez de confiarlo en las facilidades. Por el contrario, las operaciones de crédito se mantienen constantes. En los años próximos, el total de adjudicaciones continúa disminuyendo.

Tabla 3.5 Desarrollo de las facilidades permanentes (2008-2015)

Facilidades permanentes	Adjudicación media (mm)		Entidades participantes (total)	
	Facilidades marginales de crédito	Facilidades marginales de depósito	Facilidades marginales de crédito	Facilidades marginales de depósito
2008	0,9/6,7*	2,5/208,5**	2267	2802
2009	1	109	2401	2775
2010	0,62	145,9	2395	2789
2011	2,1	120	2605	2976
2012	1,76	484,3	2321	2910
2013	0,47	93,2	1983	2460
2014	-	50,7	-	-
2015	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

*Debido a las medidas que el BCE empezó a realizar desde octubre de 2008, la adjudicación media varió considerablemente de 0,9 a 6,7.

**Debido a las medidas que el BCE comenzó a llevar a cabo a partir de octubre de 2008 alcanzó una adjudicación media de 208,5 siendo anteriormente 2,5.

Sistema de Reservas Mínimas

Debido a la situación de incertidumbre que presentaba el mercado en 2008, las entidades de crédito optaban por financiarse con pasivos a corto plazo y por ello, el porcentaje de reservas mínimas aumentaron considerablemente hasta el año 2012.

Ya que a finales de 2011 se tomó la decisión de reducir el coeficiente de reservas mínimas al 1% con el fin de estimular la demanda del crédito de las entidades, la cantidad de reservas mínimas se vio perjudicada y se redujo.

Durante este periodo analizado, debido a la crisis que hay en el mercado, las nuevas medidas aplicadas por el BCE y la alteración de los tipos de interés para poder hacer frente a esa situación, las funciones⁶¹ que desempeña este tipo de operaciones fueron mucho menos eficientes.

Tabla 3.6 Desarrollo de Reservas Mínimas (2008-2015)

Sistema de Reservas Mínimas	Saldo medio de las reservas mantenido por las entidades
2008	210,8
2009	216
2010	212
2011	208
2012	106
2013	104,7
2014	-
2015	118

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales del BCE

Líneas financieras de Swaps

a) Operaciones de financiación a plazo en dólares

Cuando se inició este tipo de operaciones en el año 2007, contribuyó reducir la necesidad de dólares estadounidenses que tenía las entidades de crédito y a su vez disminuyó la demanda de liquidez. En aquel momento la Reserva Federal suministró una cantidad de 10 mm \$, ejecutándose dos operaciones de este tipo con un plazo mensual y un tipo de interés fijo.

Durante el año 2008 se siguieron realizando estas operaciones (enero, marzo y julio) de manera igual, sin modificar las propiedades de las operaciones pero debido a las turbulencias que había en el mercado ya en octubre de ese mismo año se activaron las operaciones con vencimiento a un día y el tipo de interés variable, provocando un incremento en el número de adjudicaciones proporcionando 293 mm de \$.

Un año más tarde se siguió llevando a cabo este tipo de operaciones a través de subasta a tipo de interés fijo con distintos periodos de vencimiento, introduciendo

⁶¹ Entre las funciones desempeñadas encontramos el aumento del déficit del sector bancario (se encarga de pedir al Eurosistema liquidez para las necesidades de las entidades de crédito) y el establecimiento de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario.

CAPÍTULO 3

operaciones con vencimiento a tres meses. En diciembre de este año se anularon aquellas operaciones ejecutadas con swaps de divisas. Este tipo de operaciones dejaron de realizarse a principios del año 2010.

b) Operaciones complementarias de inyección de liquidez de francos suizos

Comenzaron a llevarse a cabo en octubre de 2008, como mencionamos en el apartado anterior. En un principio se realizaban con vencimiento a tres meses, aunque en poco tiempo se introdujo un nuevo tipo de operaciones con vencimiento semanal.

La cuantía de las subastas empezó siendo de 5 mm € para las de vencimiento trimestral y de 20 mm € para las de vencimiento semanal. La demanda de este tipo de operaciones fue bastante pobre, quedando por debajo de otras operaciones de inyección de liquidez (un 0,1 las de vencimiento trimestral y un 0,6 las de vencimiento semanal). En el siguiente año se realizaron 51 operaciones de este tipo.

A finales de enero del 2010, este tipo de operaciones desaparecieron debido a la escasa demanda que tenían ante otras operaciones.

Programa de adquisición de bonos garantizados

En el 2009, cuando el BCE inicia el primer CBPP, el Eurosistema efectúa el propósito de reactivar el mercado primario de bonos garantizados. A lo largo de este año, se ejecutan 175 emisiones de bonos por parte de las entidades de contrapartida intercambiado por activos garantizados.

A finales del año 2012, debido al CBPP2 el Eurosistema compró 40 mm de €. El BCE se vio obligado a reducir el número de adjudicaciones ya que la demanda de los bonos garantizados aumentaba considerablemente. Estas adjudicaciones a parte de realizarse en el mercado primario también ocurrían en el mercado secundario.

Con la puesta en marcha del CBPP3 en octubre del 2014, el Eurosistema adquirió 29,6 mm de € hasta final de ese mismo año. Desde esa fecha hasta finales del 2016, se ha llevado a cabo con la misma eficacia aunque la demanda de los bonos garantizados fuera disminuyendo.

Programa para los mercados de valores

A final de año del 2010, el Eurosistema adquirió 73,5 mm de € en los mercados de valores después de llevar a cabo el primer SMP. Debido al exceso de liquidez que produjo este SMP, el BCE llevó a cabo operaciones de ajuste de absorción para resolver este suceso.

Un año más tarde se llevaron a cabo dos compras en marzo y agosto de 144,6 mm de € y 211,4 mm € respectivamente.

En el año 2012, el Eurosistema compra 178,8 mm de € (inferior al año 2011) en la última SMP. Este hecho se debe a la venta de cartera de valores por parte de la

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA (2007-2017)

National Treasury Management Agency⁶² que provocó el aumento de la oferta pública de recompra.

Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivos específicos

Las dos primeras TLTRO que se llevaron a cabo en septiembre y diciembre de 2014, consiguieron unos fondos con valor de 212,4 mm de € siendo 469 entidades de contrapartida las que participaron. Tras este suceso, el BCE daba la alternativa de establecer grupos de TLTRO entre entidades que cumplieran o no las características de contrapartida. Estas cohesiones llegaron a 1.223 entidades participantes.

⁶² Administración que gestiona los activos y pasivos del Gobierno irlandés.

Capítulo 4

CONCLUSIONES

Tras la realización de este trabajo, a modo de reflexión final, me propongo a hacer un repaso de las principales conclusiones extraídas del análisis elaborado.

4.1 Conclusiones

A lo largo de este estudio hemos analizado la evolución de la política monetaria de la Unión Europea desde su origen en 1999, que establece como objetivo principal la estabilidad de precios. Para lograr este propósito, la inflación de la eurozona debe situarse inferior al 2% sin establecer un límite inferior, lo que esto provocó muchas críticas sobre cuál es el porcentaje óptico e idóneo para mantener constante el funcionamiento de la UE.

A raíz de establecer su objetivo principal, el Consejo de Gobierno del BCE implanta unas medidas imprescindibles para conseguirlo. Estos instrumentos son las operaciones de mercado abierto, las cuales abastecen de liquidez a corto y largo plazo al mercado financiero; las facilidades permanentes se limitan a ajustar la liquidez a un día y, el sistema de reservas mínimas se encarga de que a aquellas entidades que colaboran con estas medidas convencionales sustenten cierta cantidad de recursos líquidos como reservas. Además, los tipos de interés de estas operaciones determinan la banda de fluctuación a partir de la cual oscilarán el resto de tipos de interés del mercado financiero (EONIA, Euribor...).

La aplicación de estas medidas convencionales de política monetaria han sido eficaces desde la introducción del euro en 1999 hasta que a finales de 2007 estalló la crisis financiera estadounidense, logrando en este periodo que la inflación se mantuviera próxima al objetivo fijado del 2% aunque ligeramente superior, a pesar de las perturbaciones acaecidas como la escalada de los precios del petróleo y las subidas de los precios de los alimentos.

La crisis financiera estadounidense ha afectado al resto del mundo, provocando también una recesión económica que ha demandado respuestas de política económica y política monetaria sin precedentes.

La respuesta del BCE, así como de otros importantes bancos centrales, fue reducir sus tipos de interés oficiales hasta situarles en mínimos históricos (incluso negativos) y establecer una serie de medidas de política monetaria no convencionales con vistas a conseguir la estabilidad de precios, lograr la estabilidad financiera e intentar limitar el contagio a la economía real.

Las medidas no convencionales adoptadas por el BCE han estado dirigidas principalmente al sector bancario, debido su importante papel en la transmisión de la política monetaria y en la financiación de la economía en la zona euro.

Estas medidas no convencionales se basaron en políticas de apoyo al crédito aumentando el plazo de sus préstamos, habilitando una serie de líneas swaps con varios bancos centrales, modificando la operativa de las subastas, ampliando los activos admitidos como garantía, adquiriendo bonos garantizados y ampliando el vencimiento de las operaciones a plazo.

CAPÍTULO 4

A finales de 2009 las dificultades de algunos países para obtener financiación obligaron al BCE a tomar nuevas medidas, esta vez mediante la emisión de bonos soberanos, nuevas líneas swaps y un nuevo plan de adquisición de bonos garantizados.

A finales de 2011 las dificultades persistían y le BCE adoptó una nueva serie de medidas en la línea de las citadas anteriormente, destacando una inyección máxima de liquidez al sistema financiero.

A pesar de la aplicación de estas medidas en el periodo comprendido entre 2007 y 2017, la inflación no se mantiene en torno al 2% e incluso adopta valores negativos, lo que quiere decir que la política monetaria continúa lejos de alcanzar su principal objetivo, la estabilidad de precios.

Mario Draghi, presidente del BCE, mencionó en el Parlamento Europeo a principios de febrero del 2017 que “el apoyo de nuestras medidas de política monetaria son todavía necesarias para que las tasas de inflación converjan hacia nuestro objetivo con suficiente confianza y de una forma sostenible”.

Teniendo en cuenta todo lo expuesto, otra conclusión extraída es mi desacuerdo con el objetivo claro que se planteó y ha perseguido la UE desde su comienzo. Considero que el BCE tendría que haber tenido en cuenta otros indicadores macroeconómicos fundamentales para lograr un desarrollo sostenible de la economía más a largo plazo, como el PIB o la creación de empleo y no centrarse sólo en la estabilidad de precios, la cual en situaciones de crisis ha demostrado no ser efectiva. Este es el caso de la Reserva Federal estadounidense (FED), la cual tiene por principal objetivo el máximo empleo y está remontando la crisis.

A pesar de que el BCE encamine a Europa hacia el crecimiento estableciendo medidas e instrumentos para mejorar y buscar la solución para que la inflación se sitúe en torno al 2%, con el panorama económico actual, debería reflexionar y fijar otros objetivos principales, como hemos dicho anteriormente y para lograr el crecimiento económico de todos los países integrantes.

ABREVIATURAS

ABREVIATURAS

ABSPP	Programa de Adquisición de Bonos de Titulación de Activos
APP	Programa de Compra de Activos
AT	Austria
AUE	Acta Única Europea
BCE	Banco Central Europeo
BCN's	Bancos Centrales Nacionales
BE	Bélgica
BNS	Banco Nacional de Suiza
CBPP	Programa de Adquisición de Bonos Garantizados
CBPP2	Segundo Programa de Adquisición de Bonos Garantizados
CBPP3	Tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados
CSPP	Programa de Compras de Bonos Corporativos
CE	Comisión Europea
CEE	Comunidad Económica Europea
CECA	Comunidad Europea del Carbón y del Acero
DE	Alemania
DK	Dinamarca
ECU	European Currency Unit
ECOFIN	Consejo de Asuntos Económicos y Financieros
EEE	Espacio Económico Europeo
EEUU	Estados Unidos
ECAF	Sistema de Evaluación del Crédito del Eurosistema
EFSD	Fondo Europeo de Estabilidad Financiera
EL	Grecia
ES	España
EURATOM	Comunidad Europeo de Cooperación Monetario
FI	Finlandia
FED	Reserva Federal
FECOM	Fondo Europeo de Cooperación Monetaria
FMI	Fondo Monetario Internacional

ABREVIATURAS

FR	Francia
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IE	Irlanda
IME	Instituto Monetario Europeo
IT	Italia
MTC I	Mecanismo de Tipos de Cambio Fijos
MTC II	Nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio Fijos
NL	Holanda
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
OPF	Operaciones Principales de Financiación
OFPML	Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo
OMT	Operaciones Monetarias de Compraventa
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PSPP	Programa de Compras del Sector Público
PT	Portugal
SE	Suecia
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SME-1	Sistema Monetario Europeo
SME-2	Segundo Sistema Monetario Europeo
SMP	Programa para los Mercados de Valores
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
TLTRO	Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo con Objetivos Específicos
TLTRO II	Nuevas Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo con Objetivos Específicos
TUE	Tratado de la Unión Europea
UE	Unión Europea
UME	Unión Económica y Monetaria
UK	Reino Unido

BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS:

BESNÉ MAÑERO R., CANEDO ARRILLAGA J.R. Y PÉREZ DE LAS HERAS B. (1998). *La Unión Europea*. Bilbao, España: Universidad de Deusto.

AHIJADO MANUEL. (1998). *La Unión Económica y Monetaria Europa, mitos y realidades*. Madrid, España: Ediciones Pirámide SA.

GONZÁLEZ IBÁN R., AHIJADO QUINTILLÁN M. (1999). *El Banco Central Europeo y la política monetaria común*. Madrid, España: Ediciones Pirámide SA.

INFORMES:

Banco Central Europeo (1999) Informe anual. Frankfurt: 9-62

Banco Central Europeo (2000) Informe anual. Frankfurt: 12-75

Banco Central Europeo (2001) Informe anual. Frankfurt: 12-77

Banco Central Europeo (2002) Informe anual. Frankfurt: 6-85

Banco Central Europeo (2003) Informe anual. Frankfurt: 13-89

Banco Central Europeo (2004) Informe anual. Frankfurt: 15-92

Banco Central Europeo (2005) Informe anual. Frankfurt: 17-99

Banco Central Europeo (2006) Informe anual. Frankfurt: 19-101

Banco Central Europeo (2007) Informe anual. Frankfurt: 18-108

Banco Central Europeo (2008) Informe anual. Frankfurt: 21-125

Banco Central Europeo (2009) Informe anual. Frankfurt: 19-123

Banco Central Europeo (2009). La aplicación de la política monetaria desde Agosto del 2007. Artículo del Boletín Mensual Julio 2009.

Banco Central Europeo (2010) Informe anual. Frankfurt: 16-115

Banco Central Europeo (2011) Informe anual. Frankfurt: 13-98

Banco Central Europeo (2011) Informe mensual julio. Frankfurt: 59-65

Banco Central Europeo (2011) Las medidas no convencionales: impacto y retira gradual. Artículo del Boletín Mensual Julio 2011.

Banco Central Europeo (2011) Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema. Artículo del Boletín Mensual Agosto 2011.

Banco Central Europeo (2012) Informe anual. Frankfurt: 14-101

Banco Central Europeo (2012) Nota de prensa: Características Técnicas de las Operaciones Monetarias de Compraventa. Frankfurt, 6 de septiembre de 2012.

Banco Central Europeo (2013) Informe anual. Frankfurt: 17-103

Banco Central Europeo (2014) Informe anual. Frankfurt: 9-97

Banco Central Europeo (2015) Informe anual. Frankfurt: 13-78

Banco Central Europeo (2015) Nota de prensa: El BCE anuncia la ampliación de su programa de compra de activos. Frankfurt, 22 de enero de 2015.

Banco Central Europeo (2016) Nota de prensa: El BCE anuncia una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II). Frankfurt, 10 de marzo de 2016.

Banco Central Europeo (2016) Nota de prensa. El BCE anuncia detalles pendientes relativos al programa de compras de bonos corporativos (CSPP). Frankfurt, 2 de junio de 2016.

Banco de España (2009). La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera. Boletín económico, Junio 2009.

Banco de España (2013). Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis. Boletín económico, Enero 2013.

DOCUMENTOS ELECTRÓNICOS:

PAÚL GUTIÉRREZ, J.: “ECU” en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/ecu.html>

ARROYO FERNÁNDEZ, M. J.: “Operaciones de mercado abierto” en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/operaciones-de-mercado-abierto.html>

POZZI S. (2008): “Lehman presenta la mayor quiebra de la historia con un pasivo de 430.000 millones” en: http://elpais.com/diario/2008/09/16/economia/1221516004_850215.html

BANCO DE ESPAÑA: “Sistema Monetario Europeo” en: <http://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/sistema-monetario-europeo-sme>

BBVA: en <https://www.bbva.com/es/noticias/economia/economia-para-todos-la-politica-monetaria-y-sus-instrumentos/>

JIMÉNEZ, A. (2012): “¿Qué es la política monetaria?” en: <https://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-es-la-politica-monetaria>

ÁLVAREZ MORO, O. (2013): “El BCE nos explica qué es y cómo funciona” en: <https://www.elblogsalmon.com/economia/la-bce-nos-explica-que-es-y-como-funciona>

VIDEOS:

ORTUÑO M. (2011): “La historia de la unión monetaria y el BCE” en: https://www.youtube.com/watch?v=P_aOSRqsM6o

BIBLIOGRAFÍA

LEGISLACIÓN:

Protocolo nº4 sobre los estatutos del SEBC y BCE. Diario Oficial de la Unión Europea, 17 de diciembre de 2007: Artículos 8, 12.1, 12.2

Versión consolidada del Tratado Constitutivo de la Comunidad Económica Europea. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, 24 de diciembre de 2002:

Versión consolidada del Tratado de la Unión Europea. Diario Oficial de la Unión Europea, 30 marzo de 2010:

Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Diario Oficial de la Unión Europea, 30 marzo de 2010:

PÁGINAS WEB:

Parlamento Europeo: www.europarl.es/

Unión Europea: <https://europa.eu/>

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

Comisión Europea: https://ec.europa.eu/commission/index_es

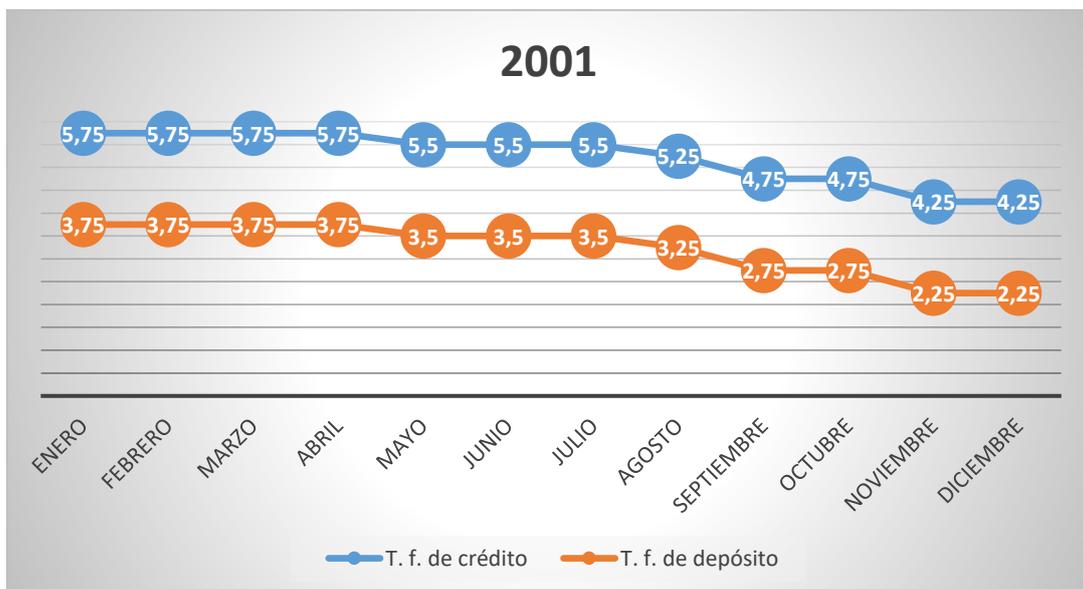
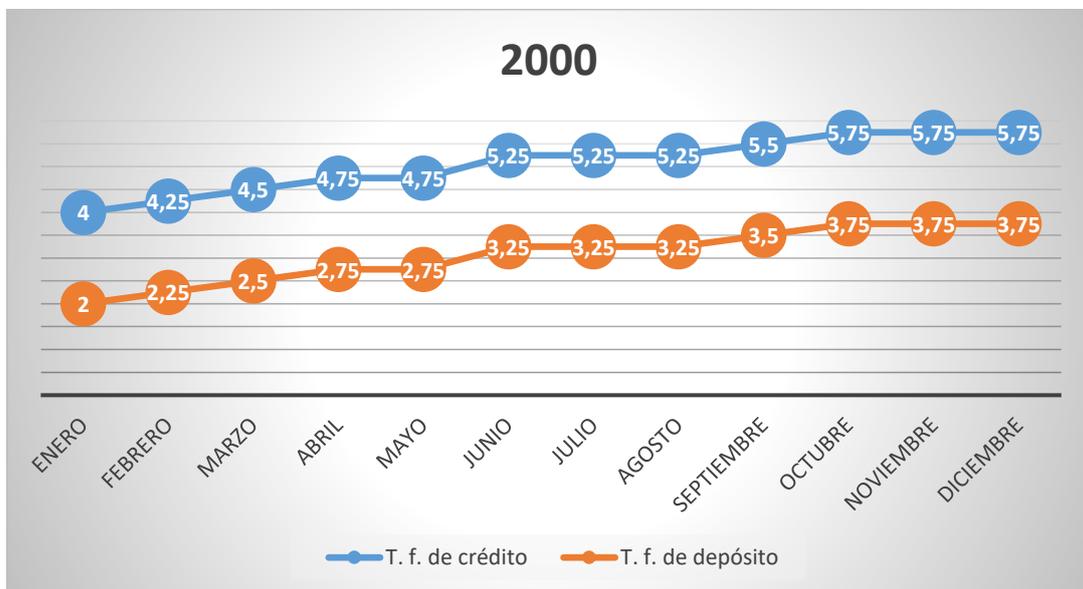
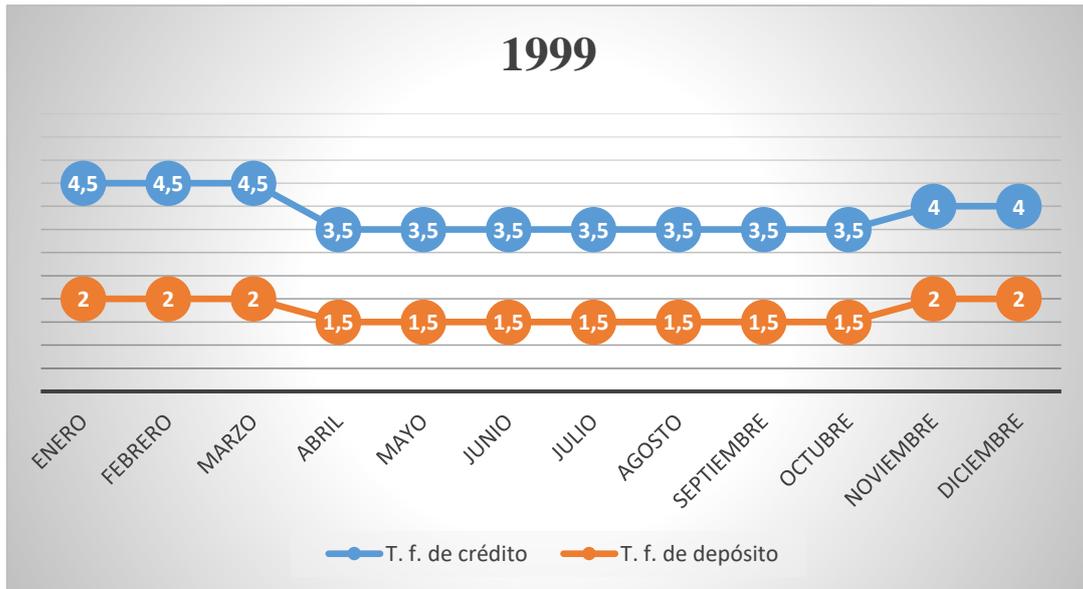
Banco de España: www.bde.es/

Indicadores económicos: <http://capitales.es/>

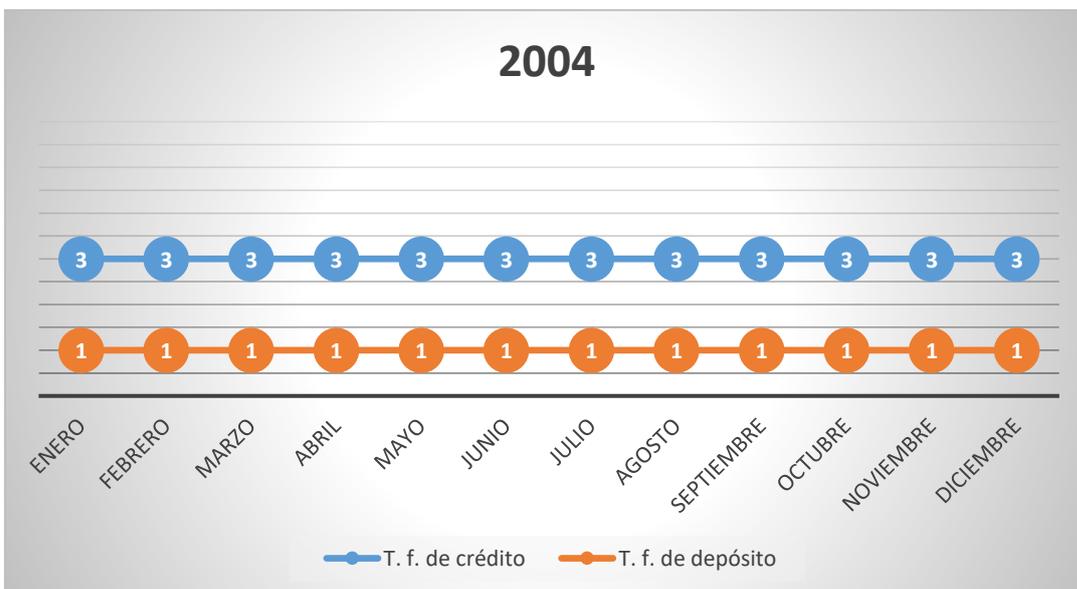
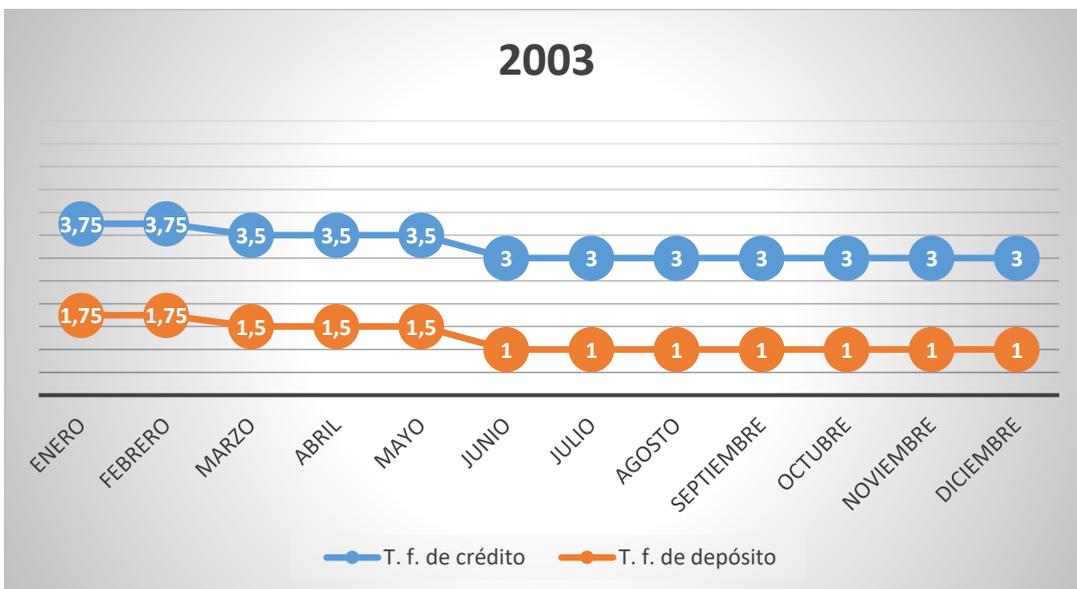
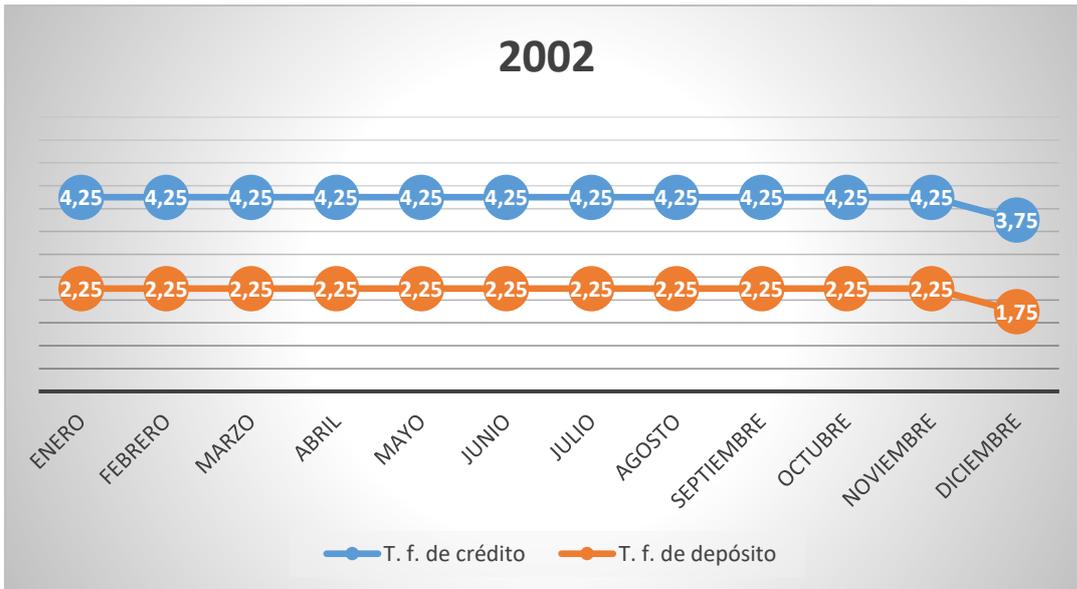
Fuente de los tipos de interés e indicadores económicos internacionales: es.global-rates.com/

ANEXOS

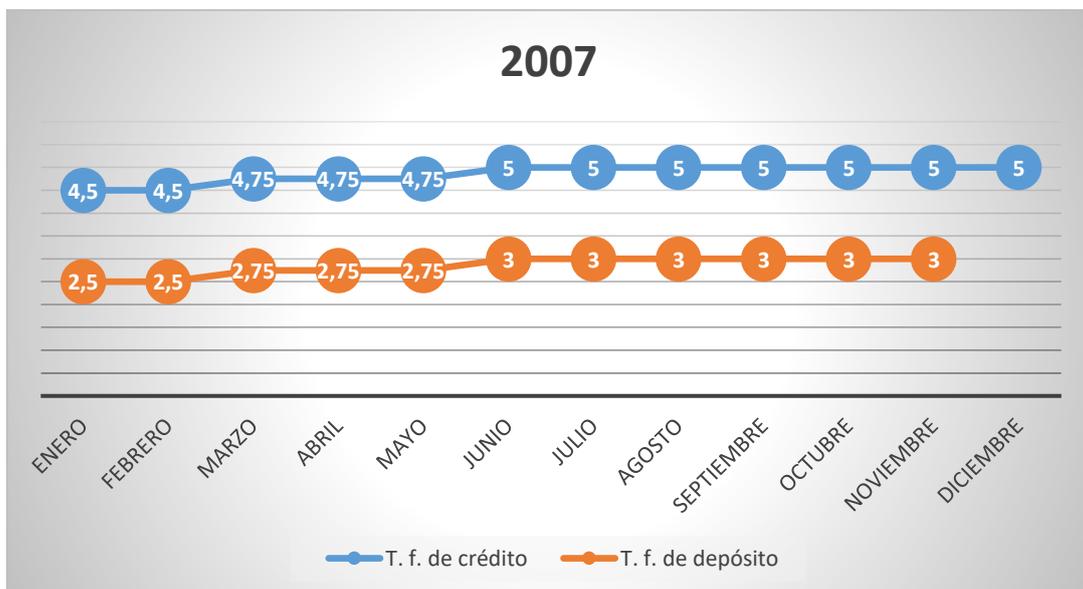
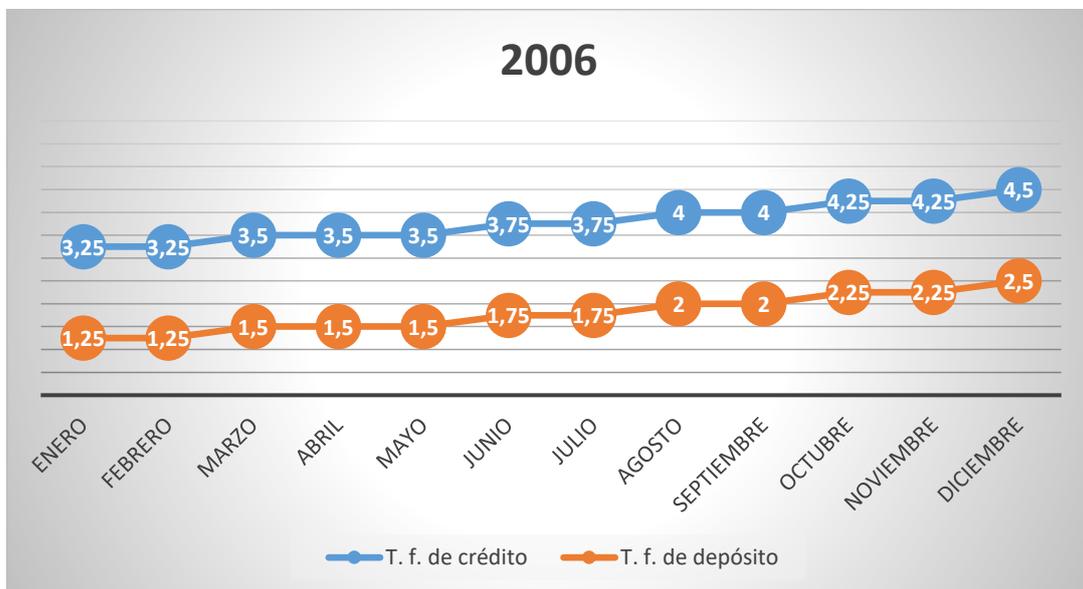
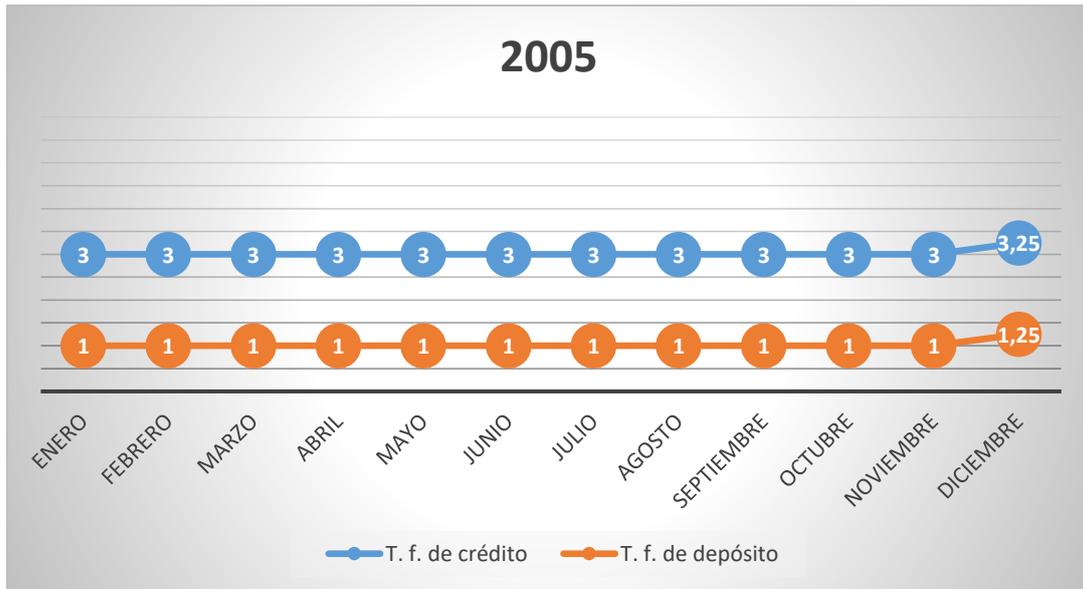
ANEXO I: BANDA DE FLUCTUACIÓN



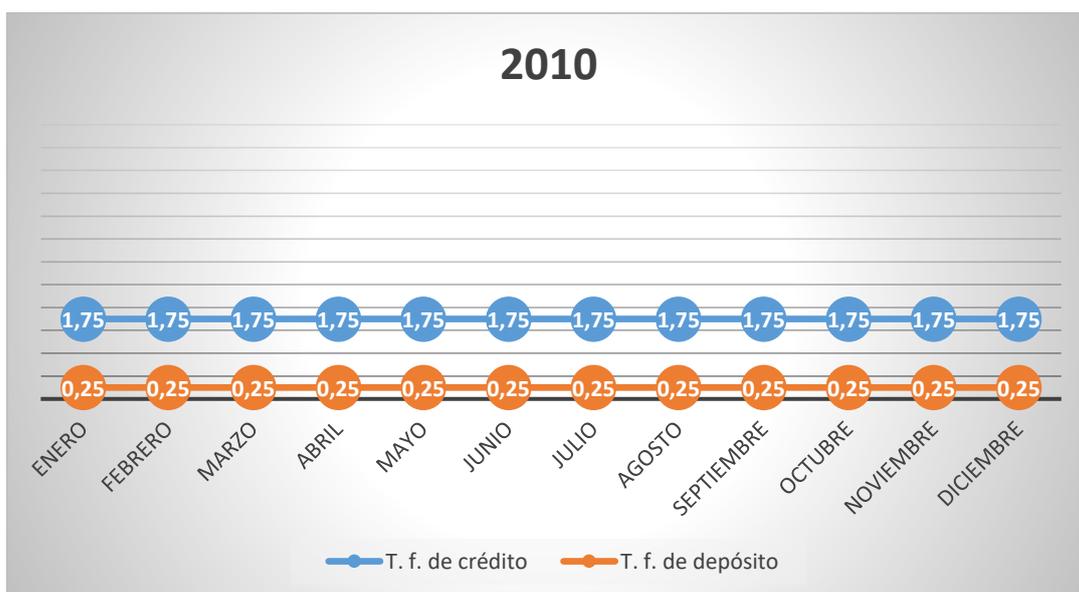
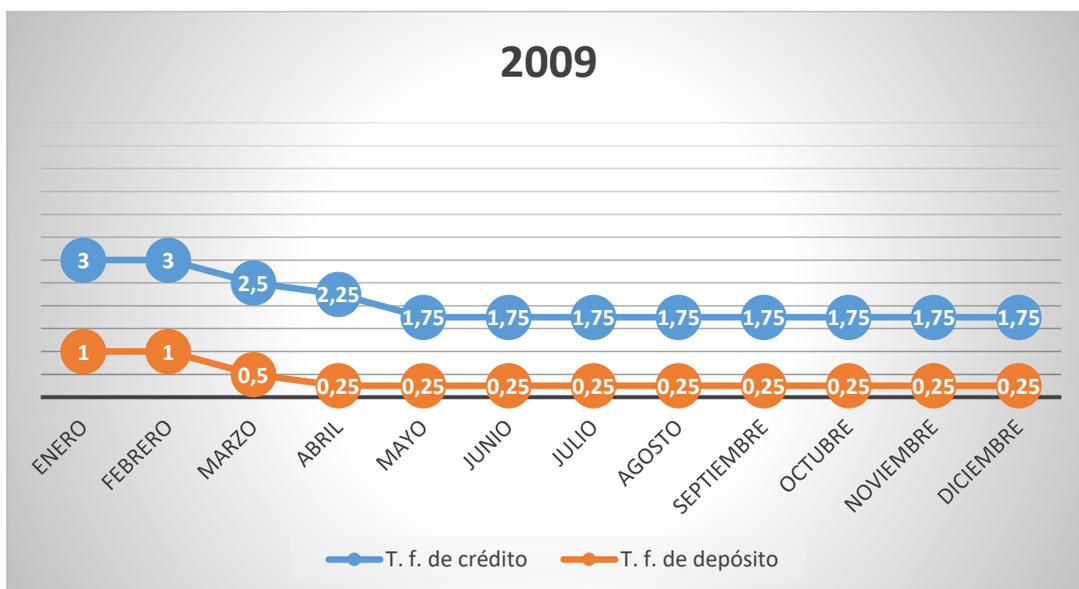
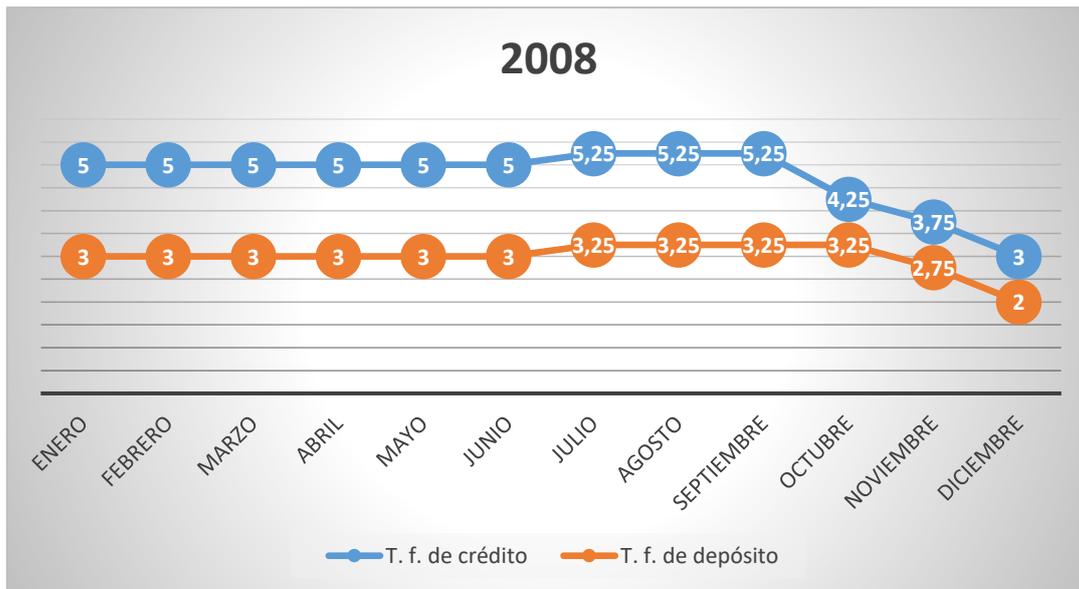
ANEXO I: BANDA DE FLUCTUACIÓN



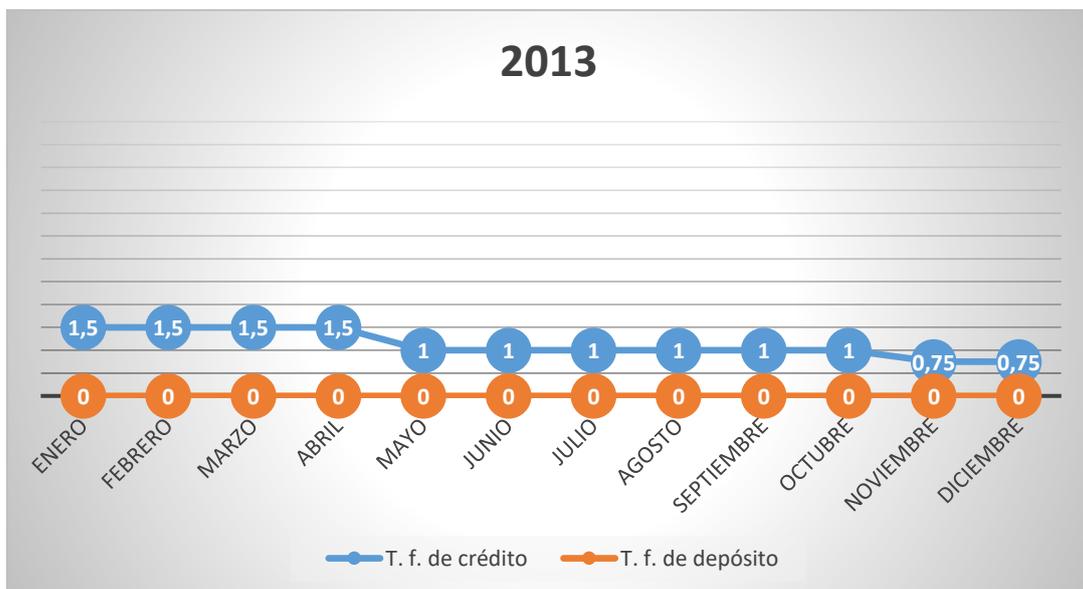
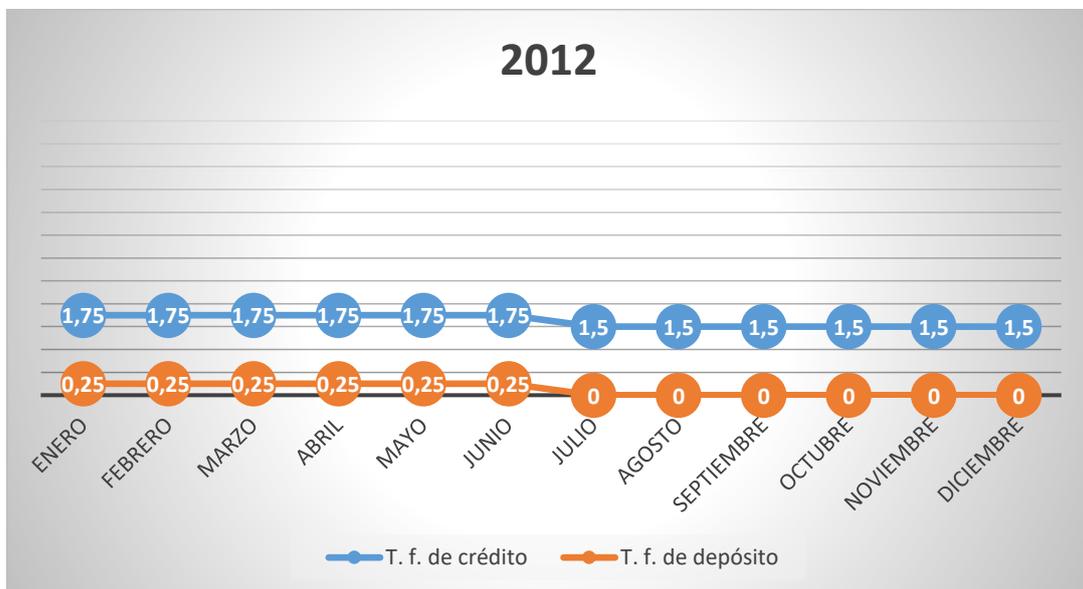
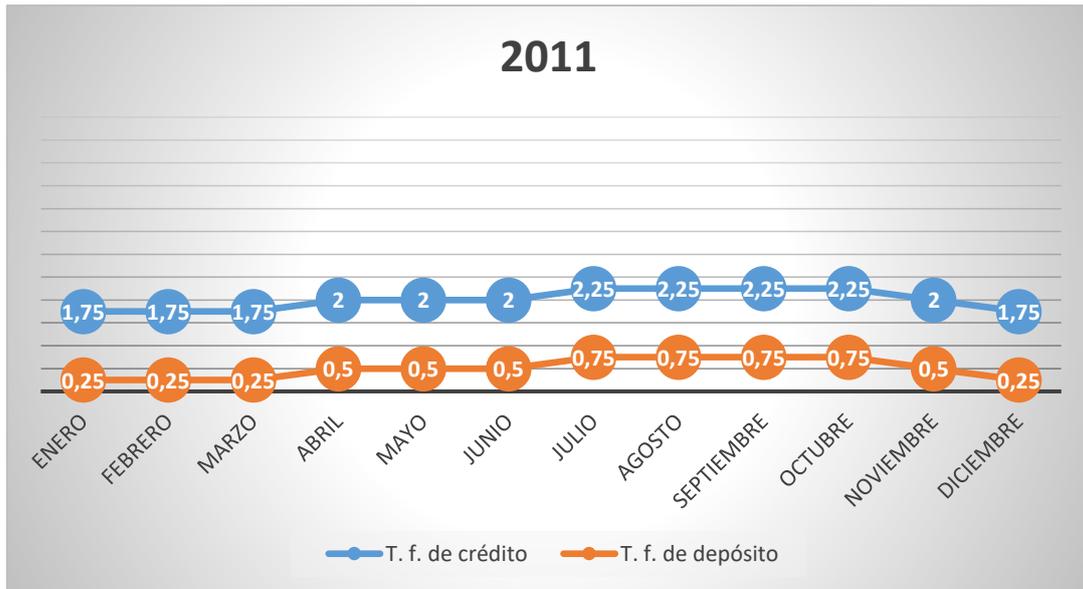
ANEXO I: BANDA DE FLUCTUACIÓN



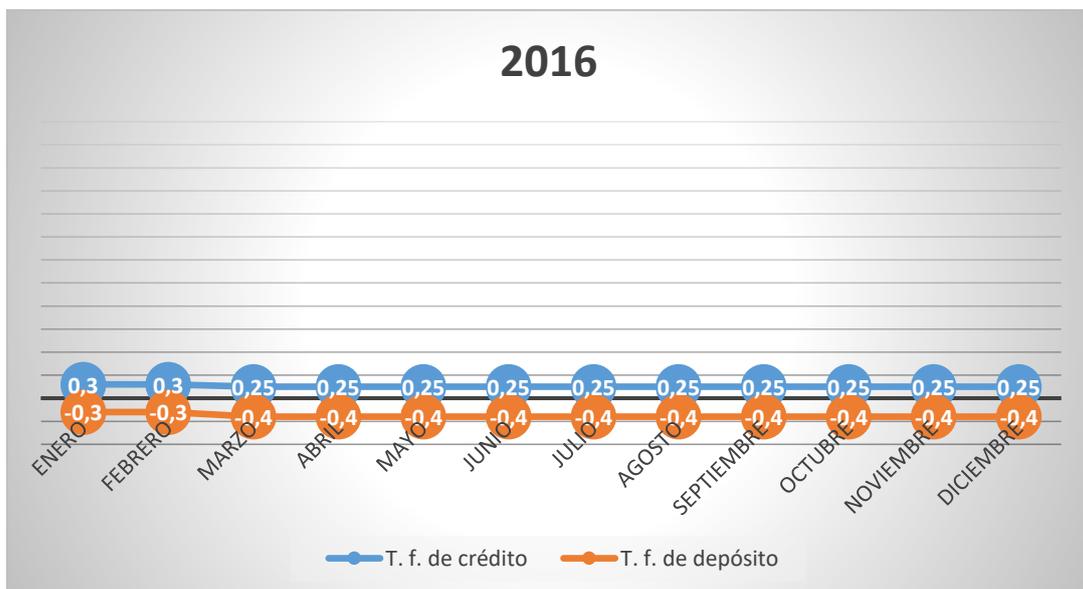
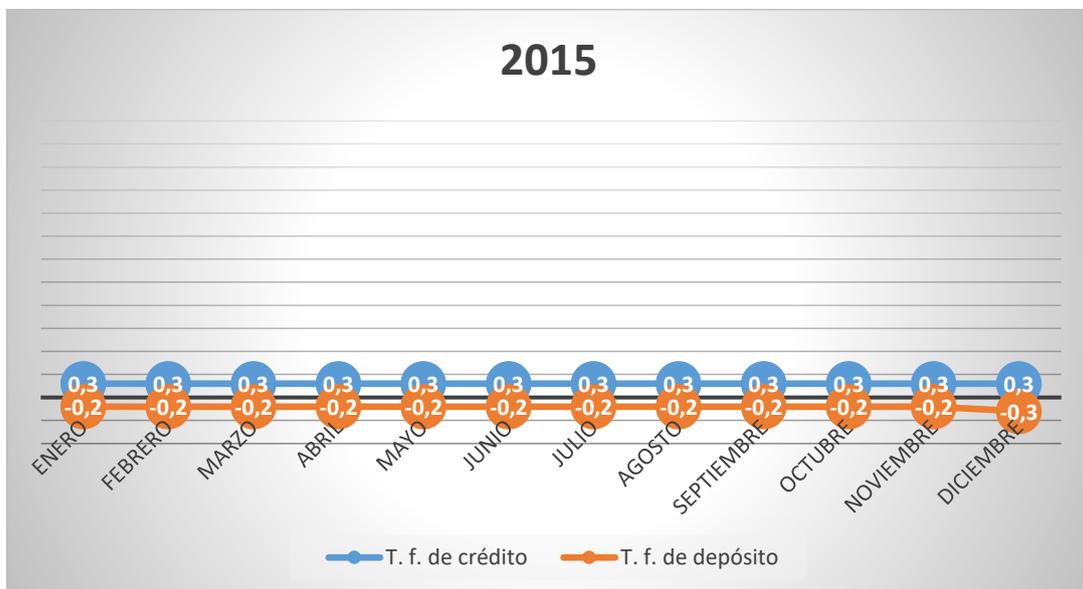
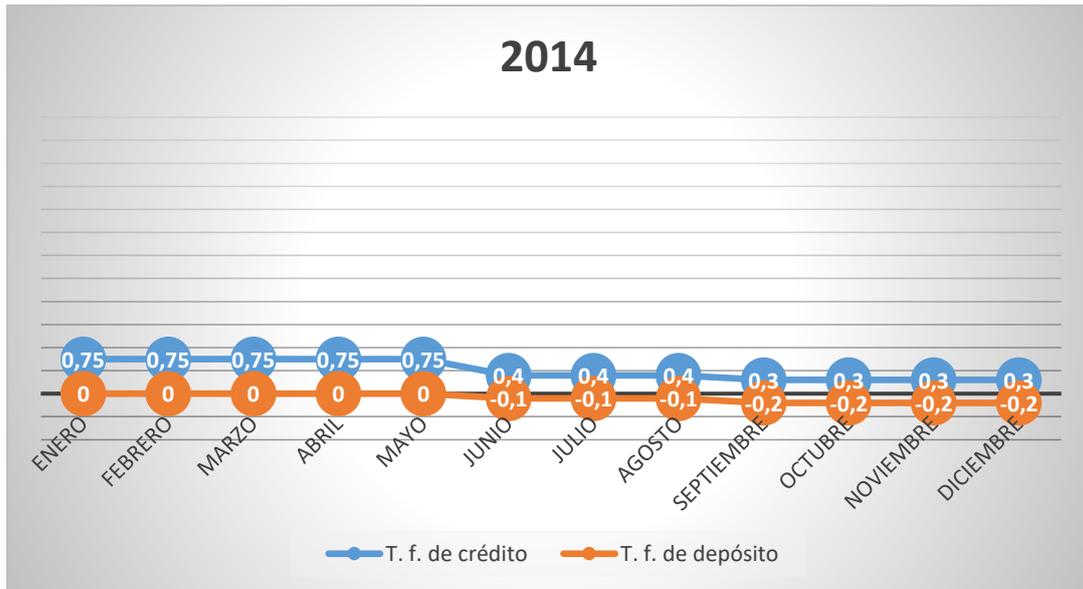
ANEXO I: BANDA DE FLUCTUACIÓN



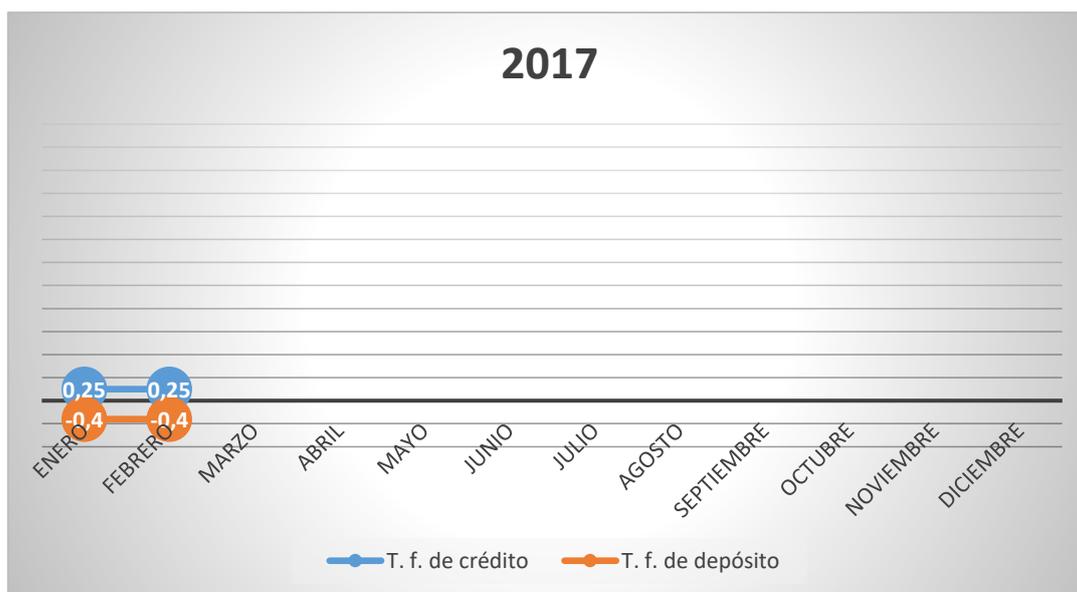
ANEXO I: BANDA DE FLUCTUACIÓN



ANEXO I: BANDA DE FLUCTUACIÓN

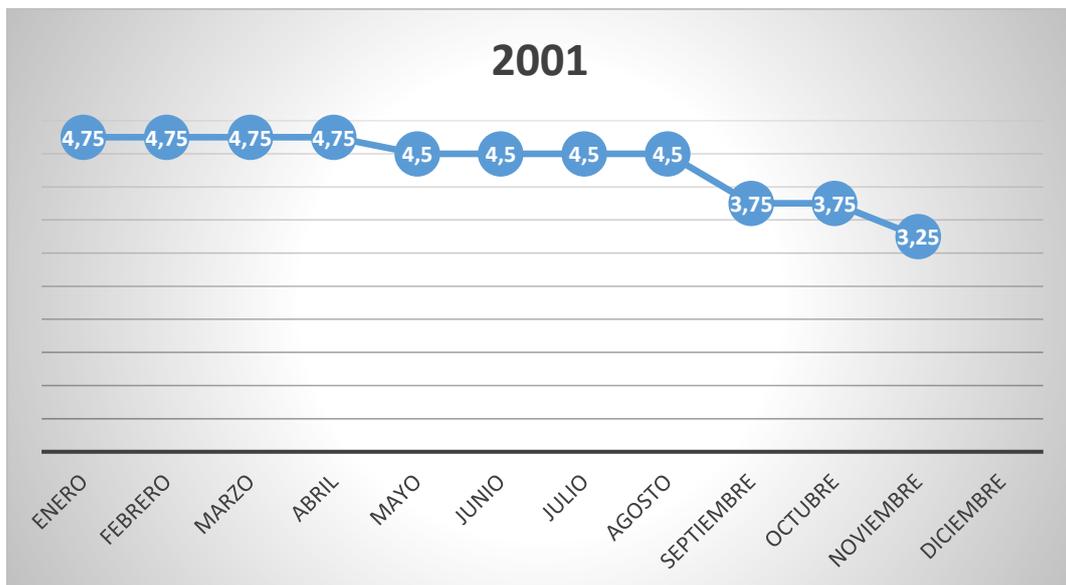
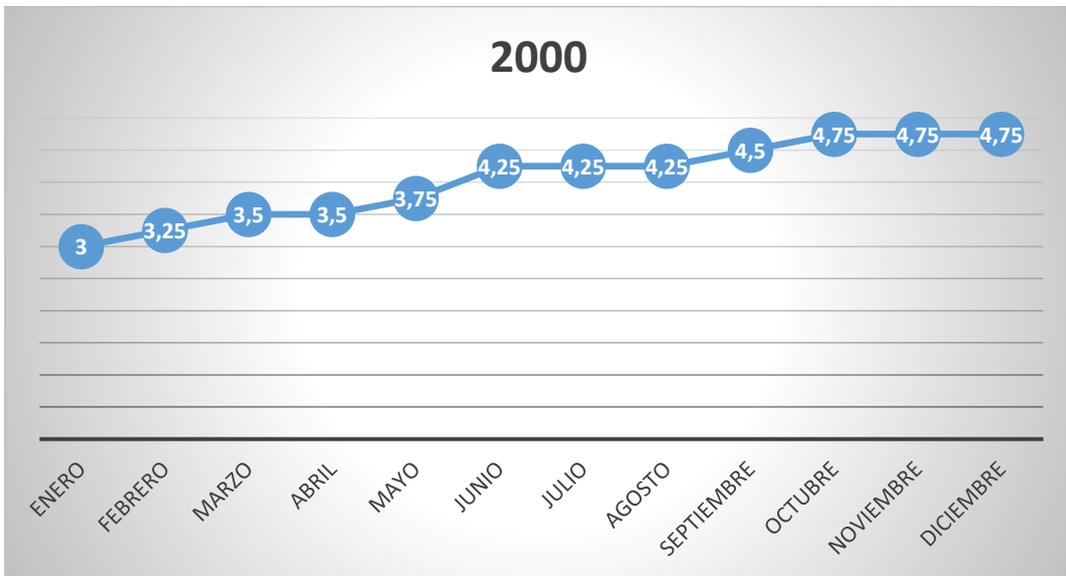
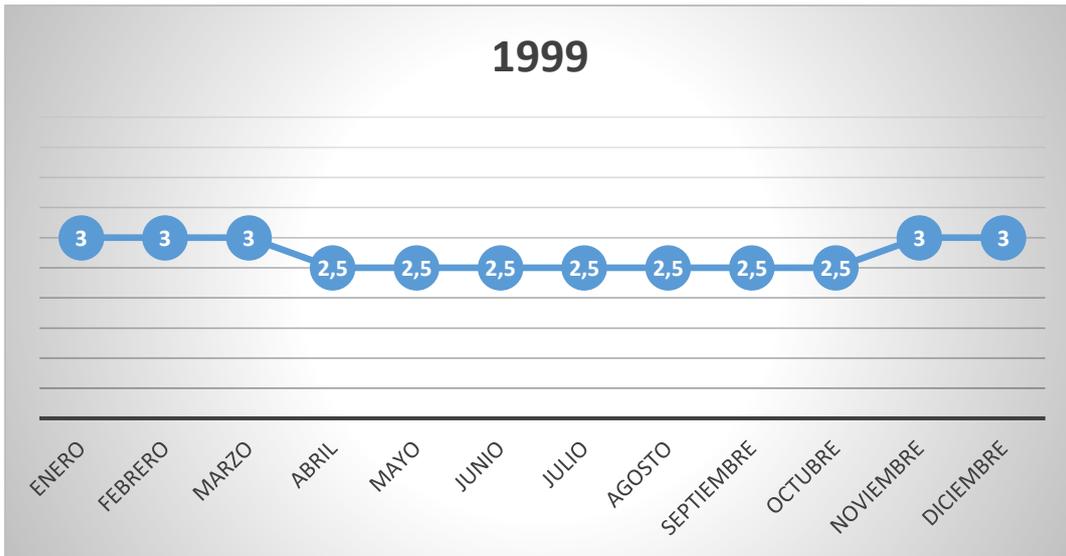


ANEXO I: BANDA DE FLUCTUACIÓN

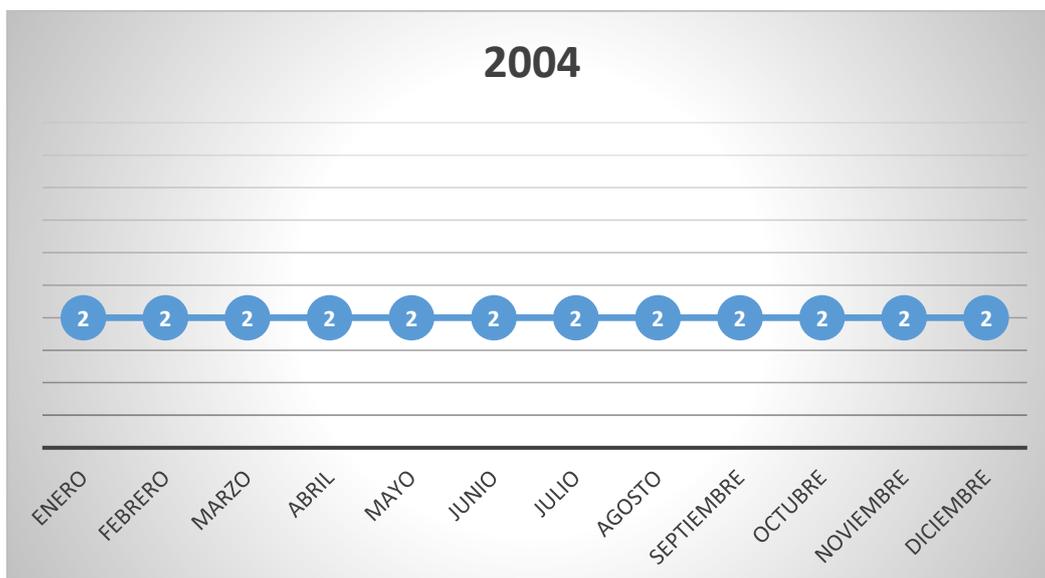
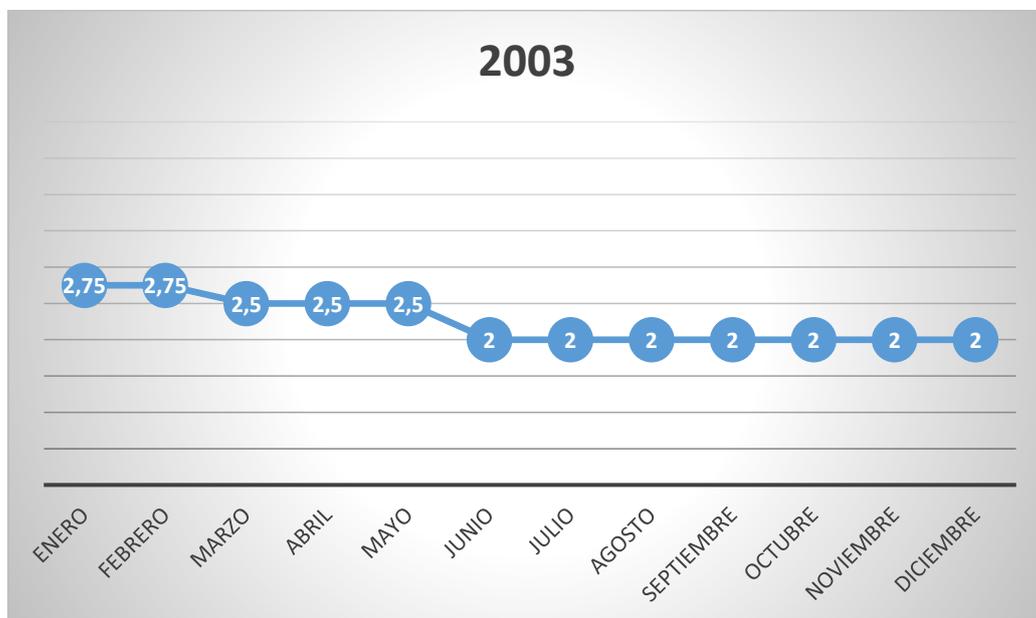
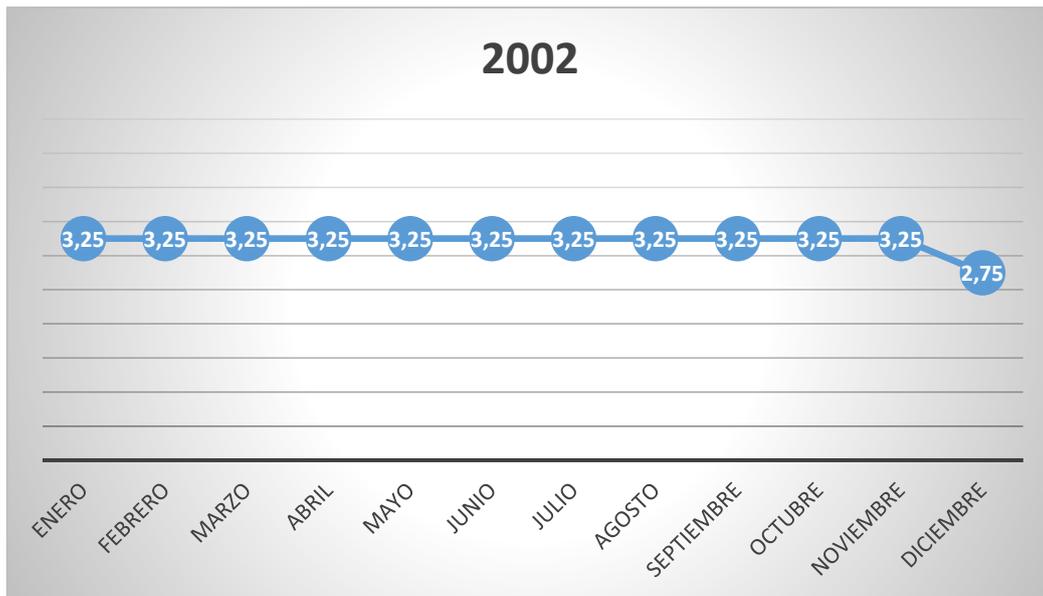


Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de capitales.es

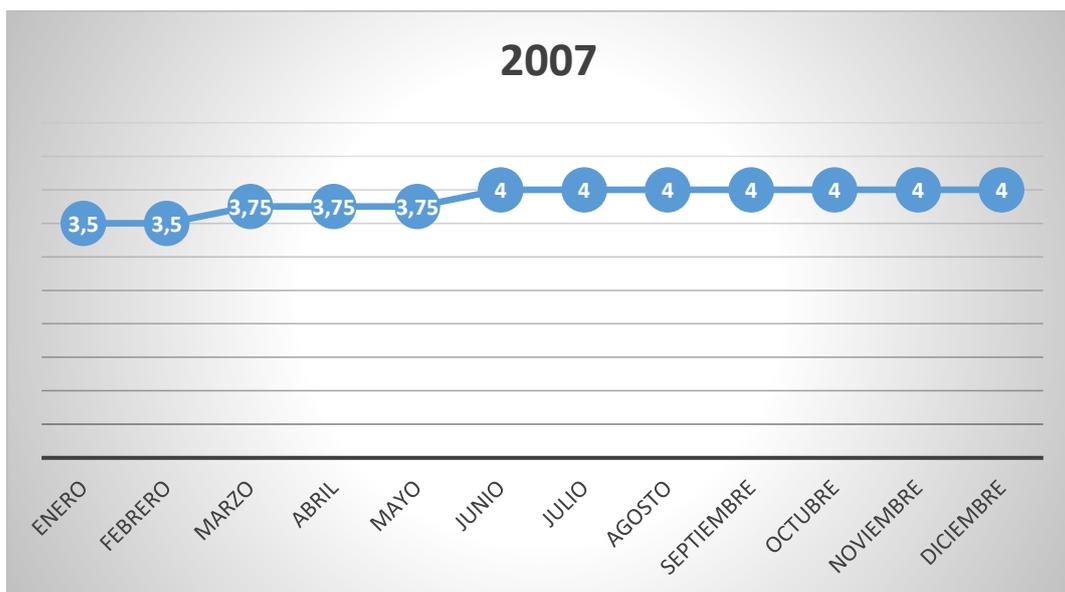
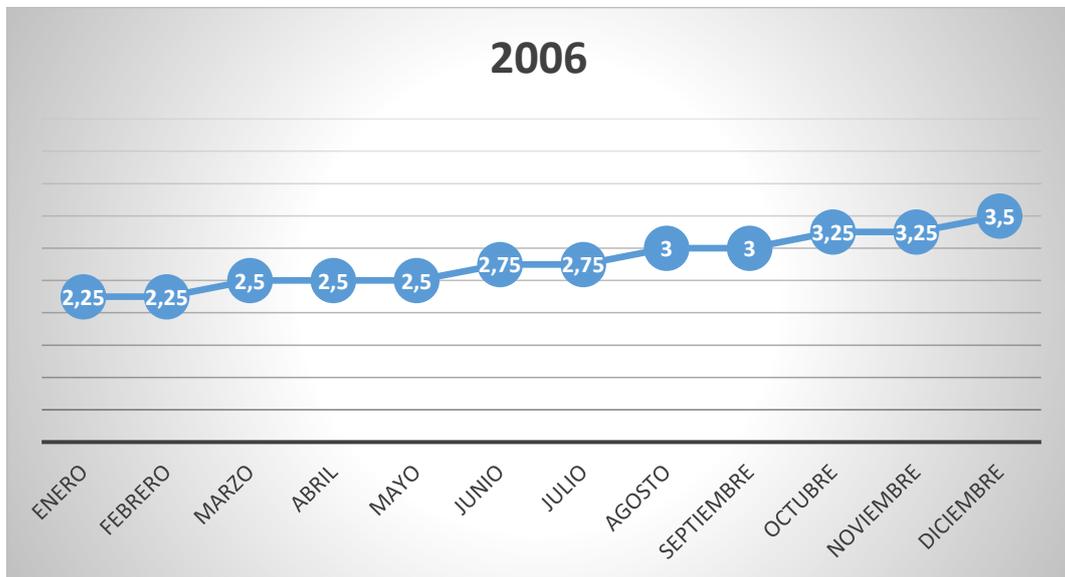
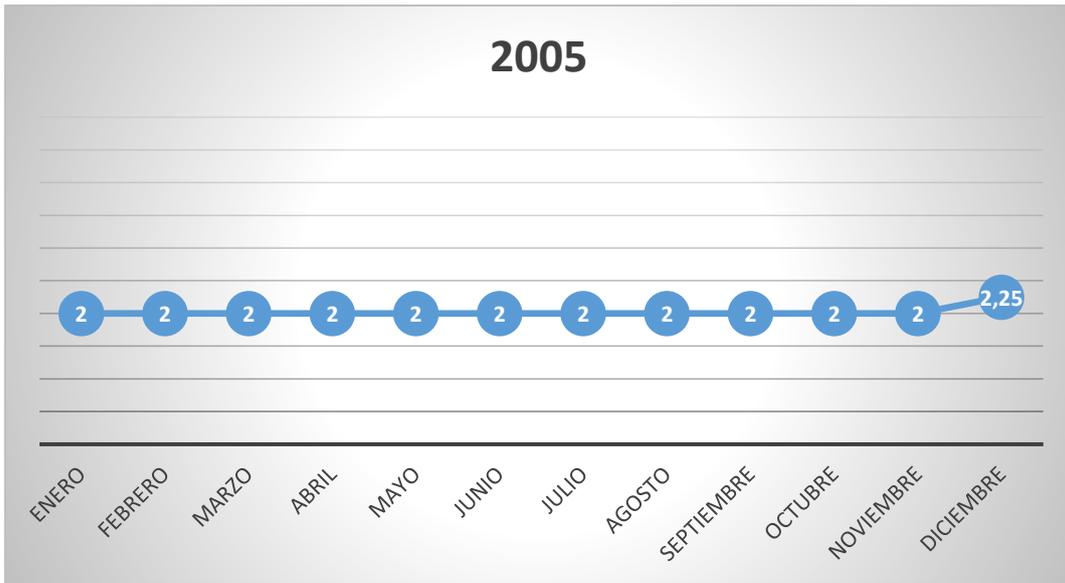
ANEXO II: TIPO DE INTERÉS OPF



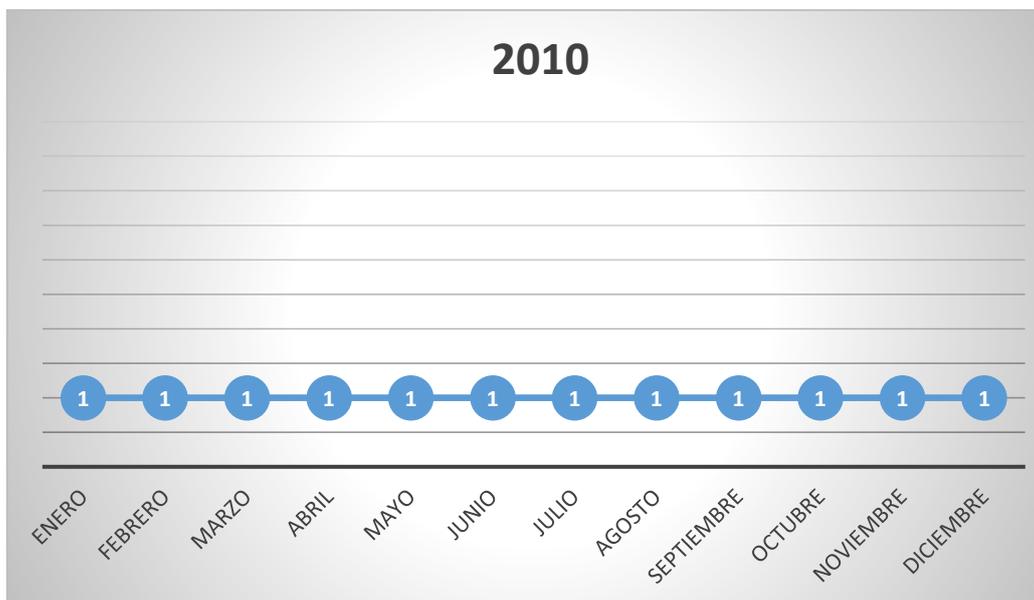
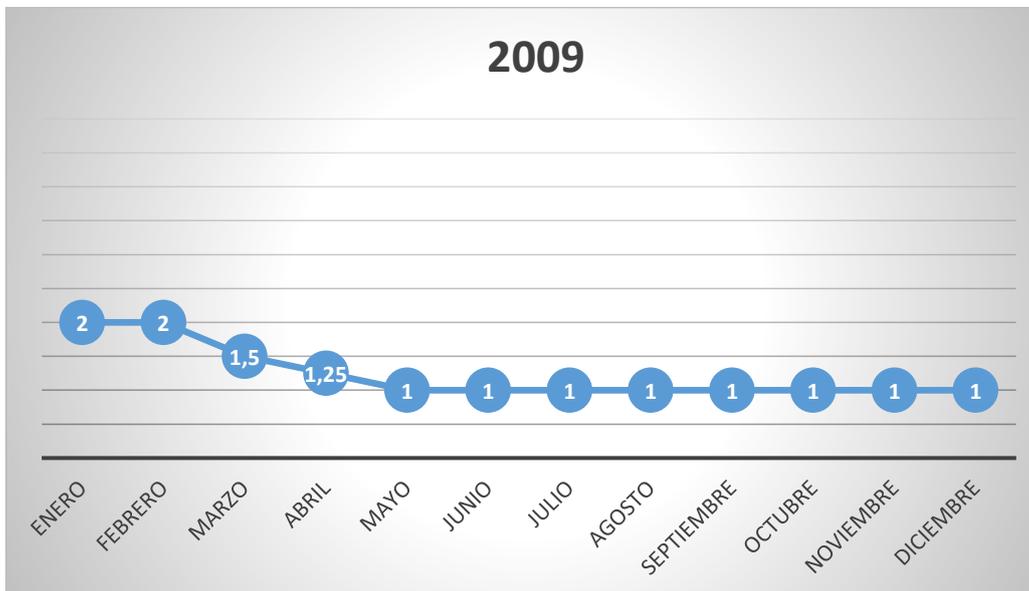
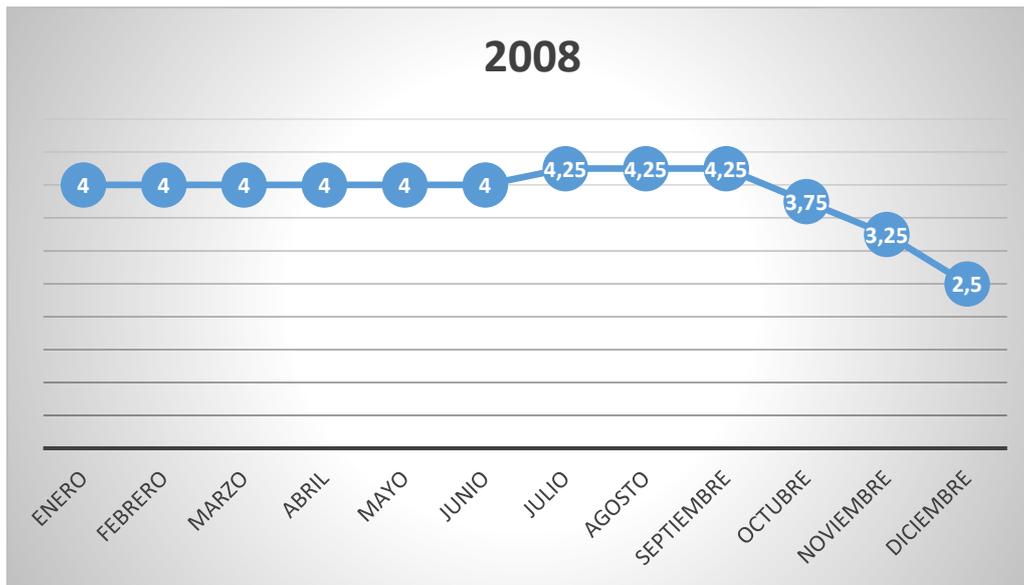
ANEXO II: TIPO DE INTERÉS OPF



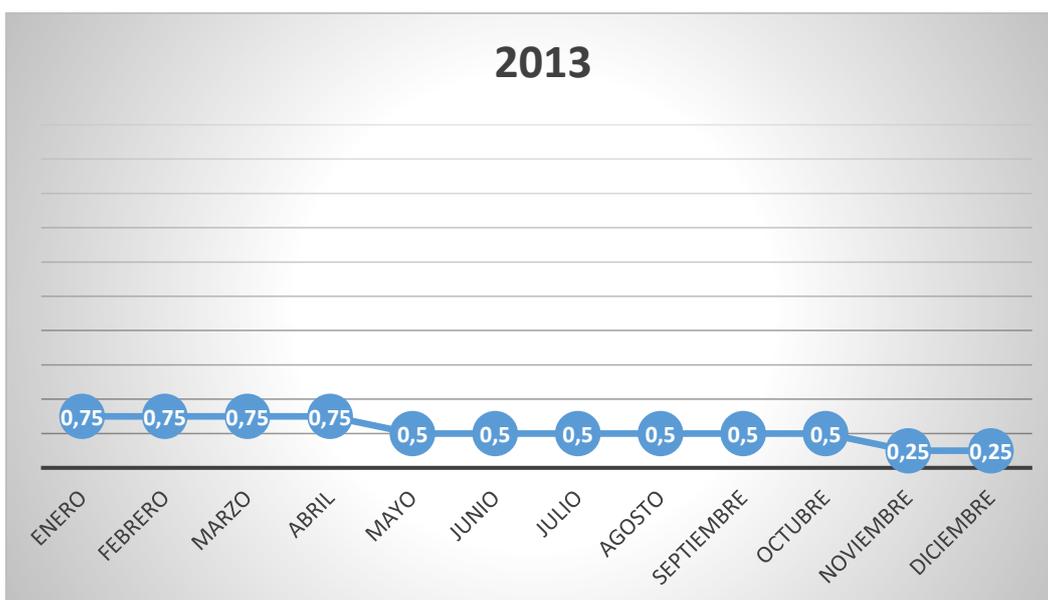
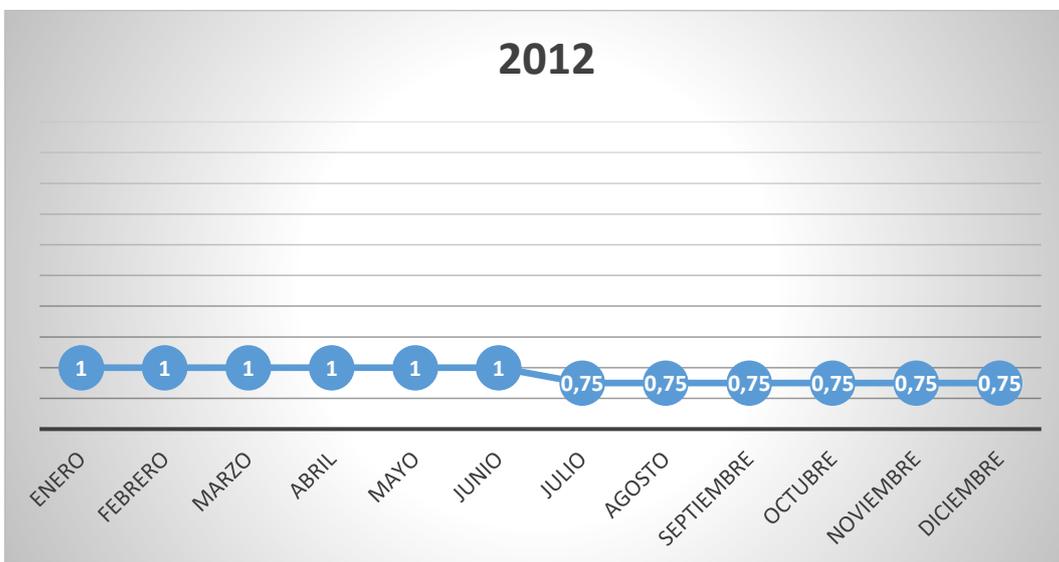
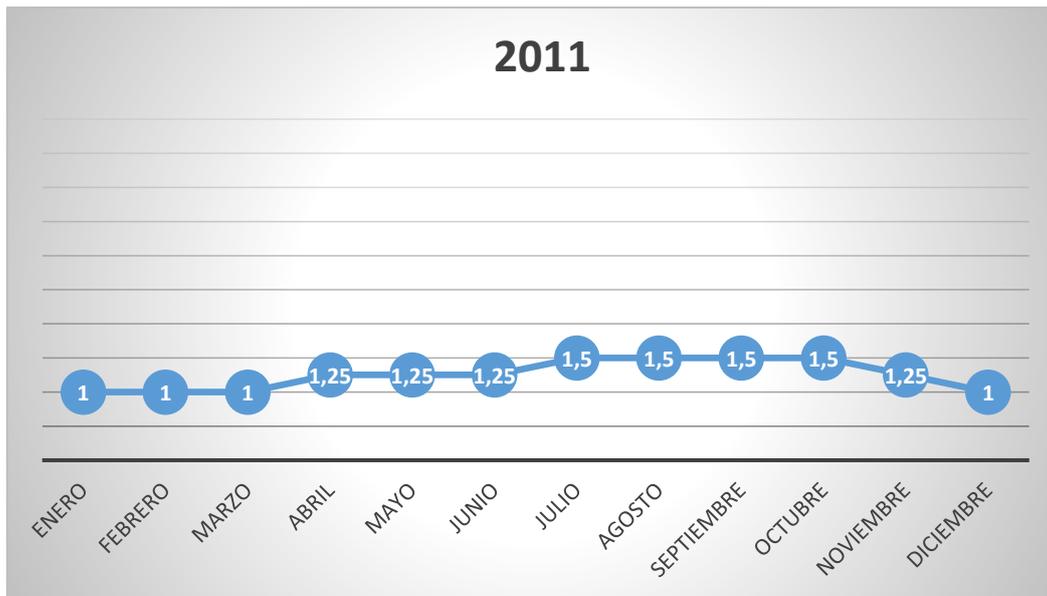
ANEXO II: TIPO DE INTERÉS OPF



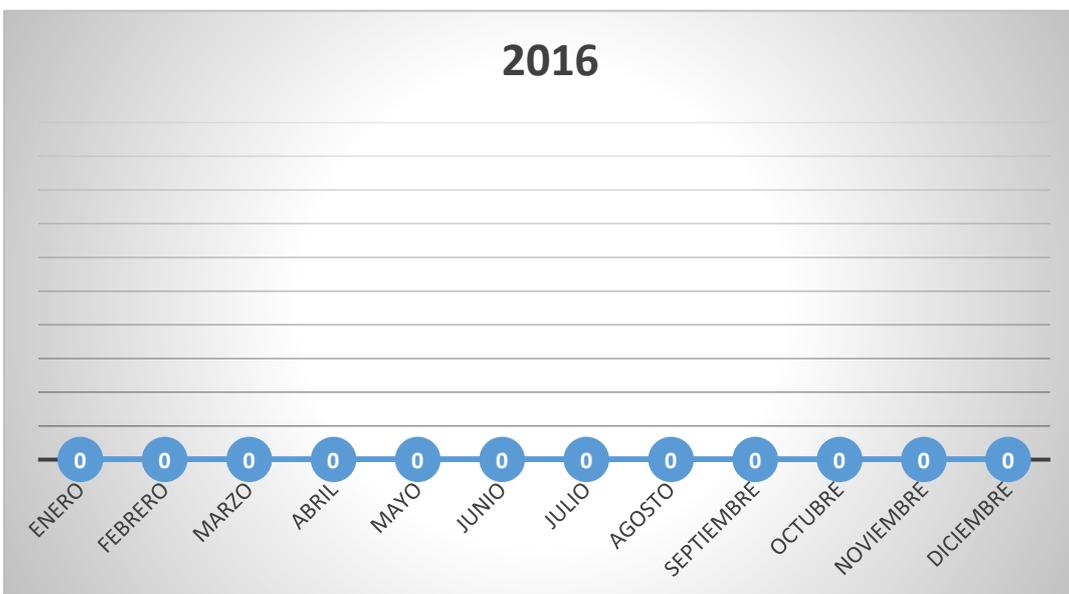
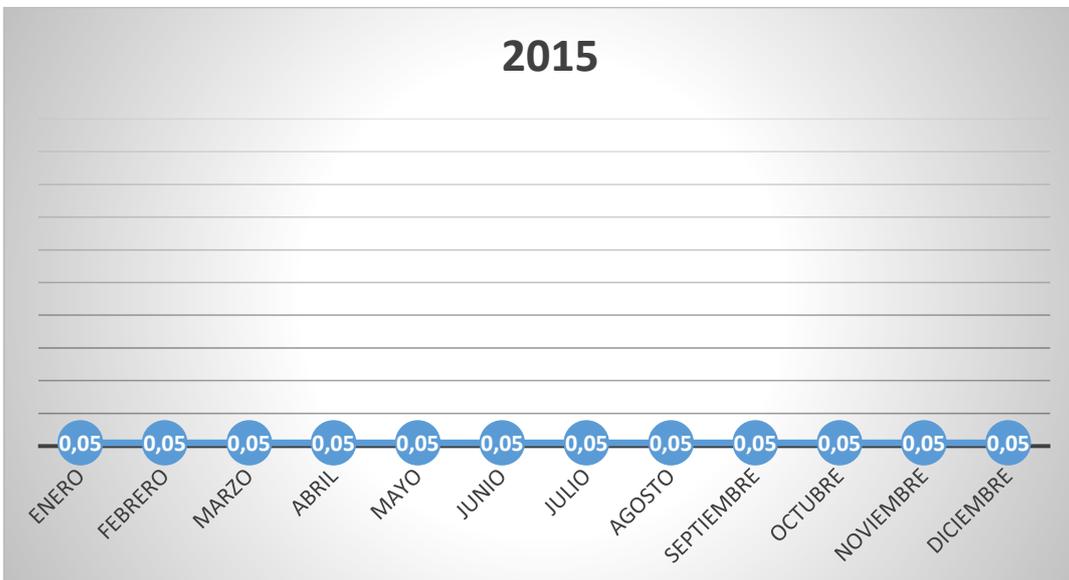
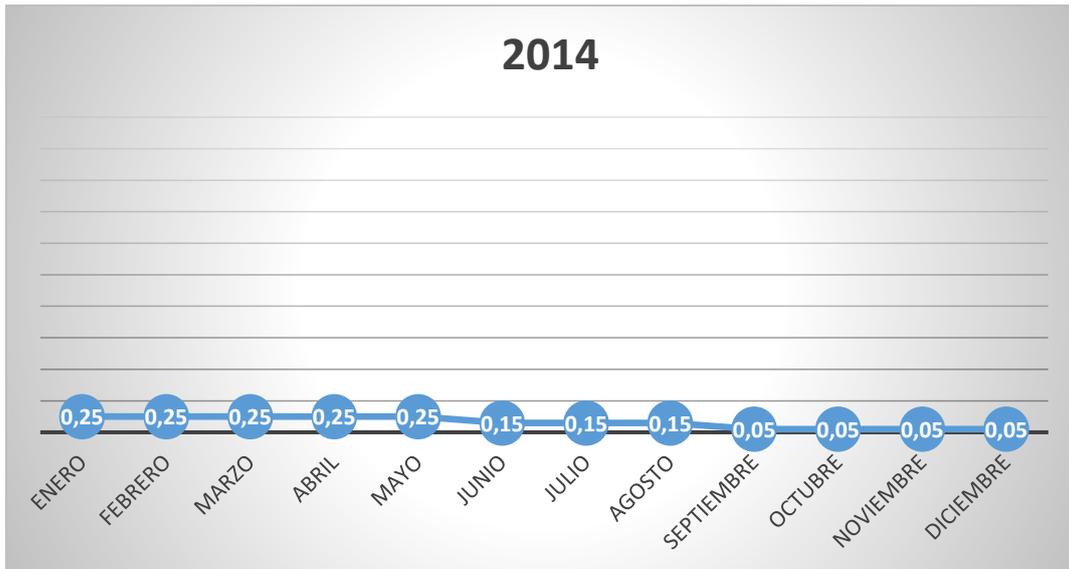
ANEXO II: TIPO DE INTERÉS OPF



ANEXO II: TIPO DE INTERÉS OPF

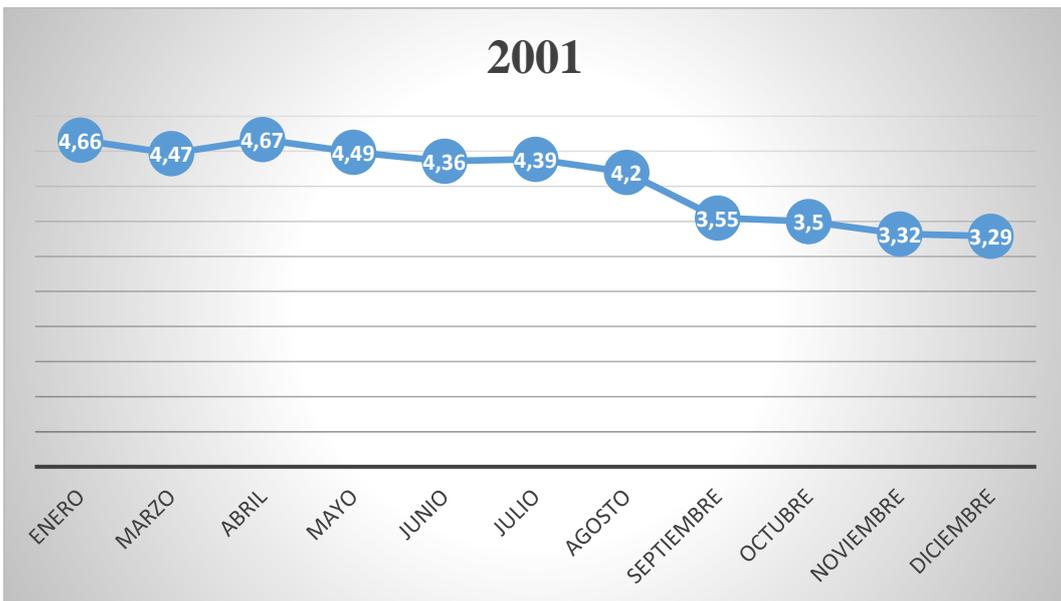
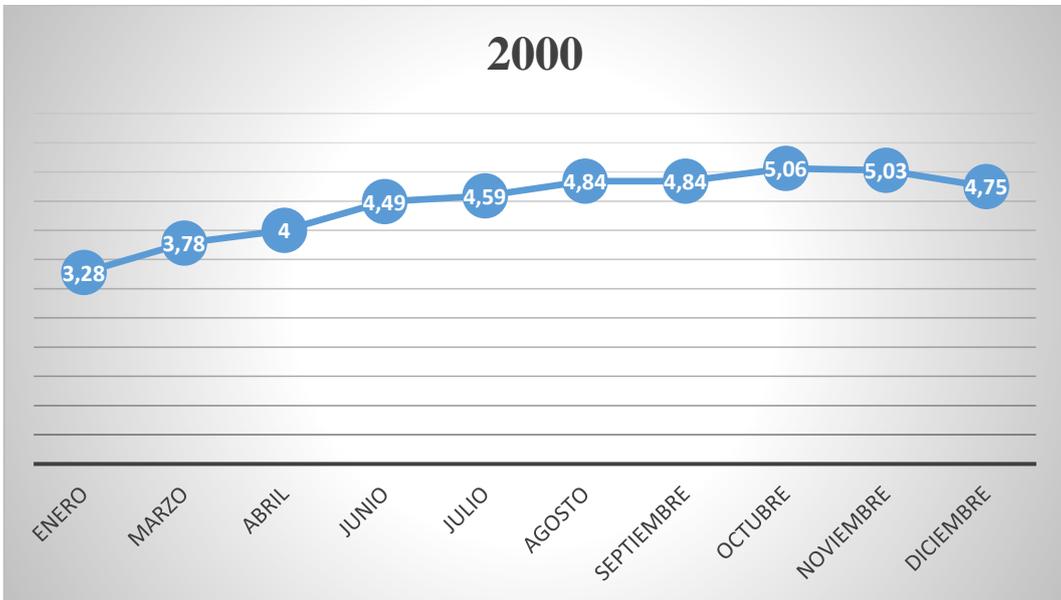
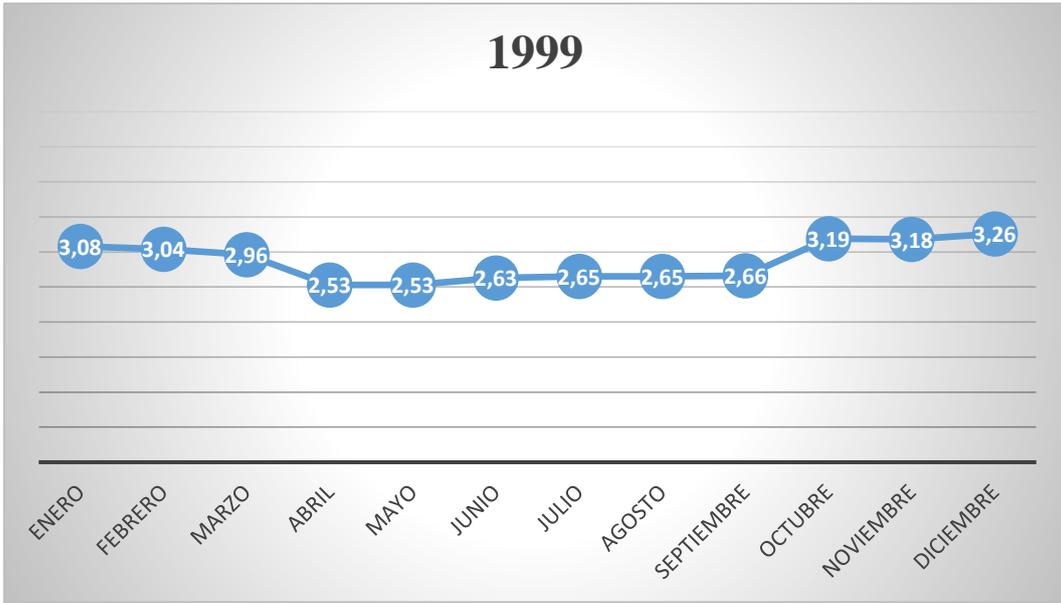


ANEXO II: TIPO DE INTERÉS OPF

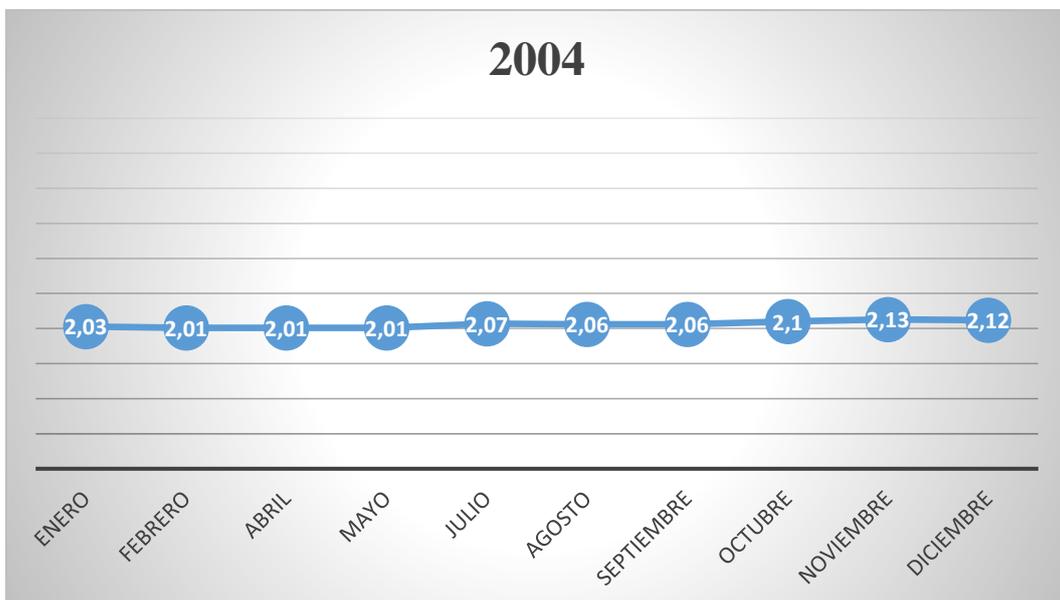
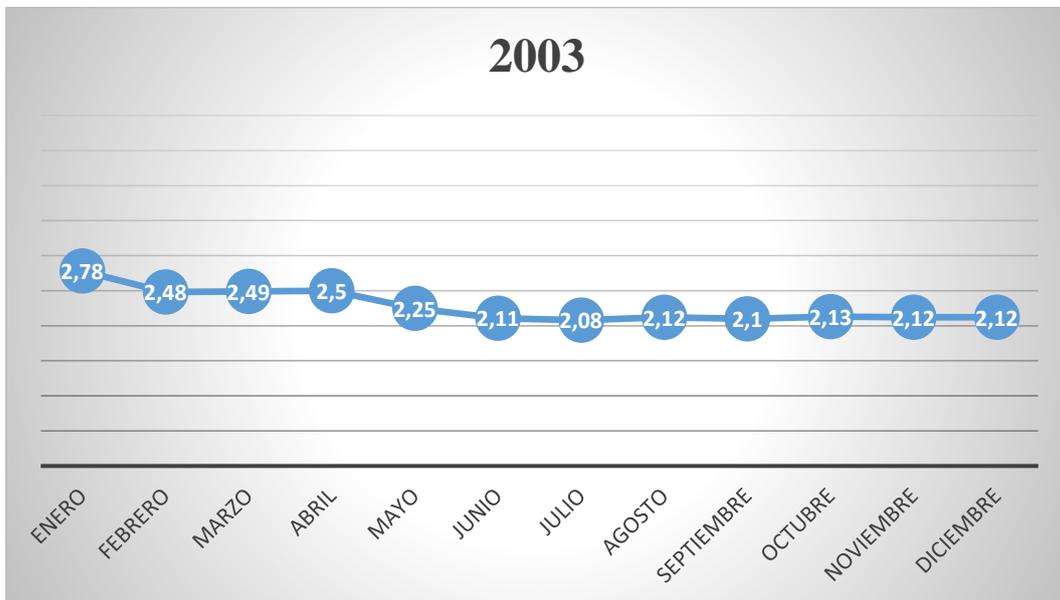
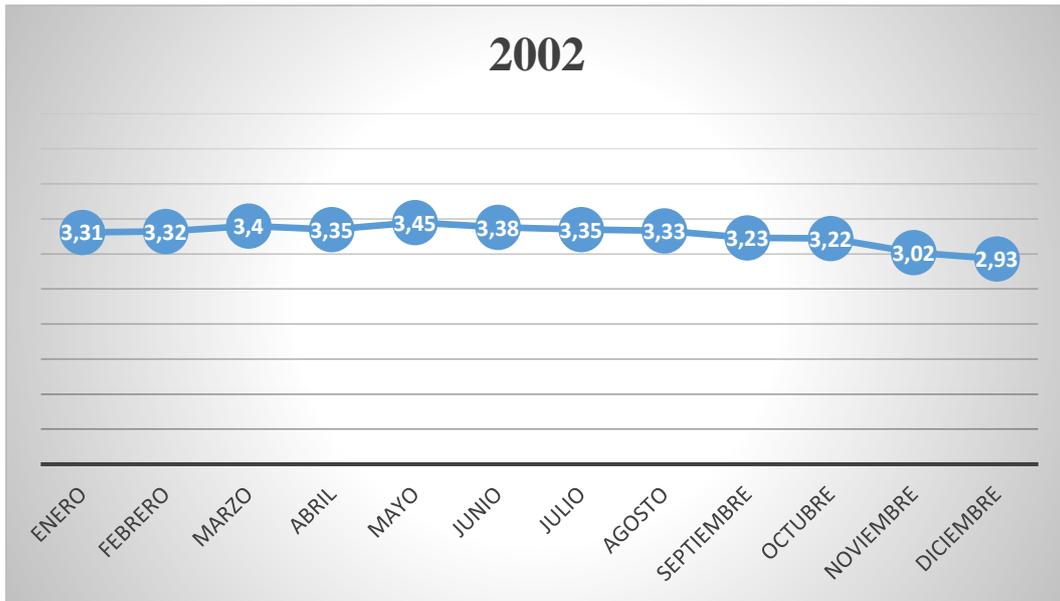


Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de capitales.es

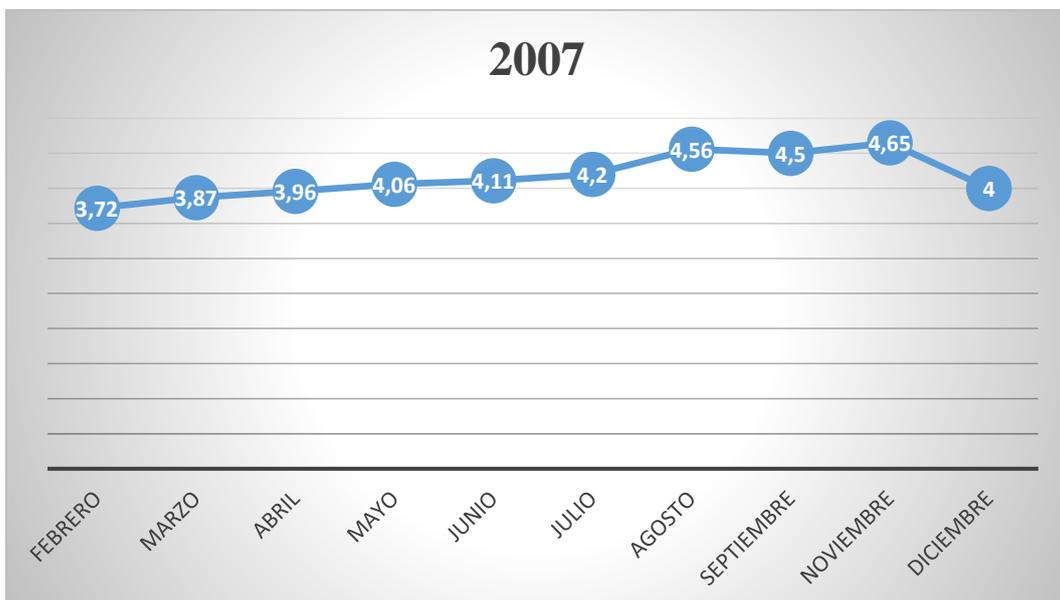
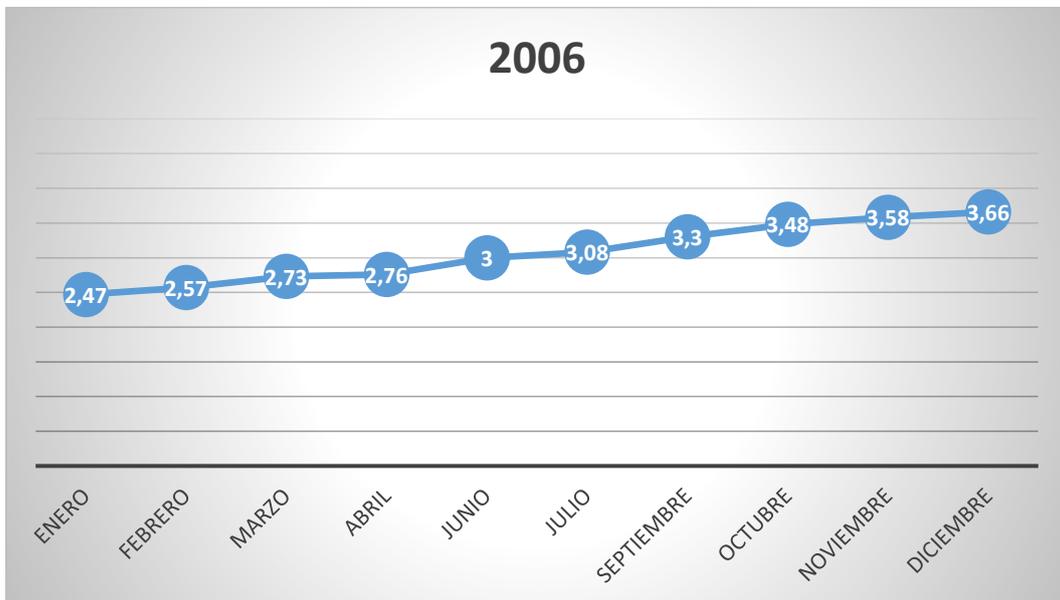
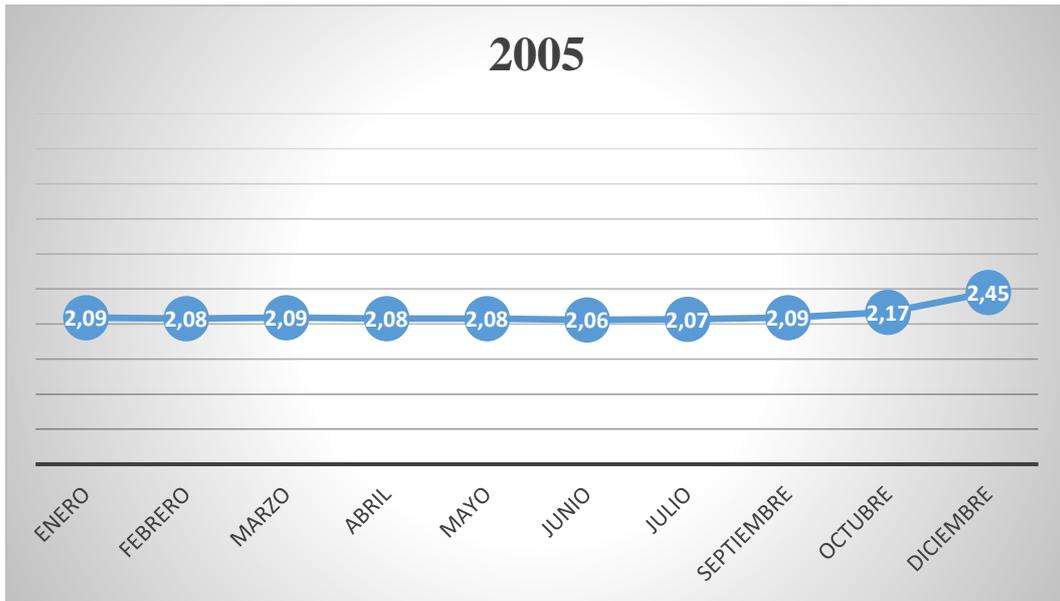
ANEXO III: TIPO DE INTERÉS OFPML



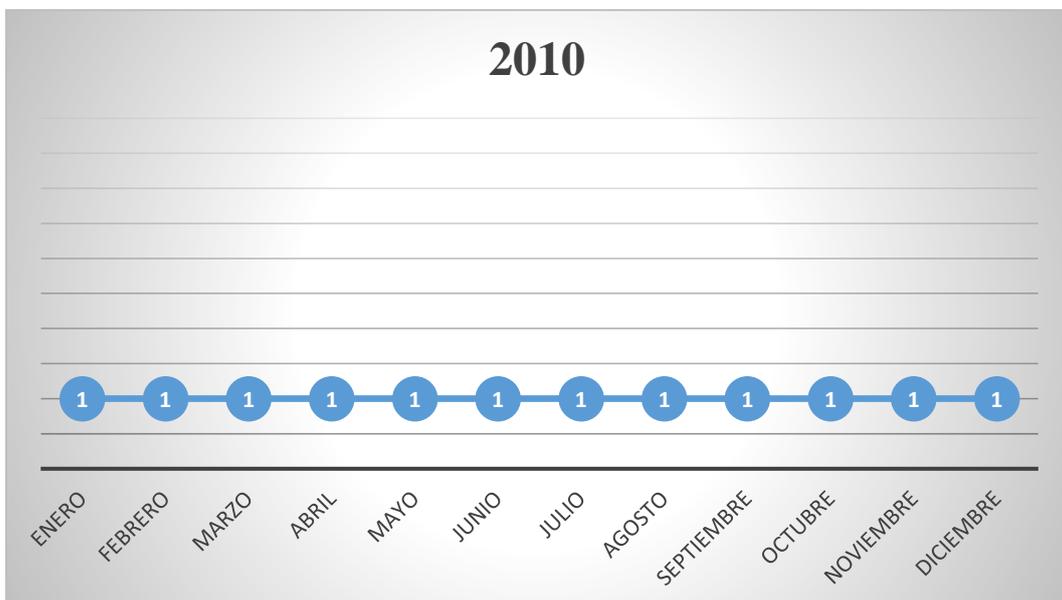
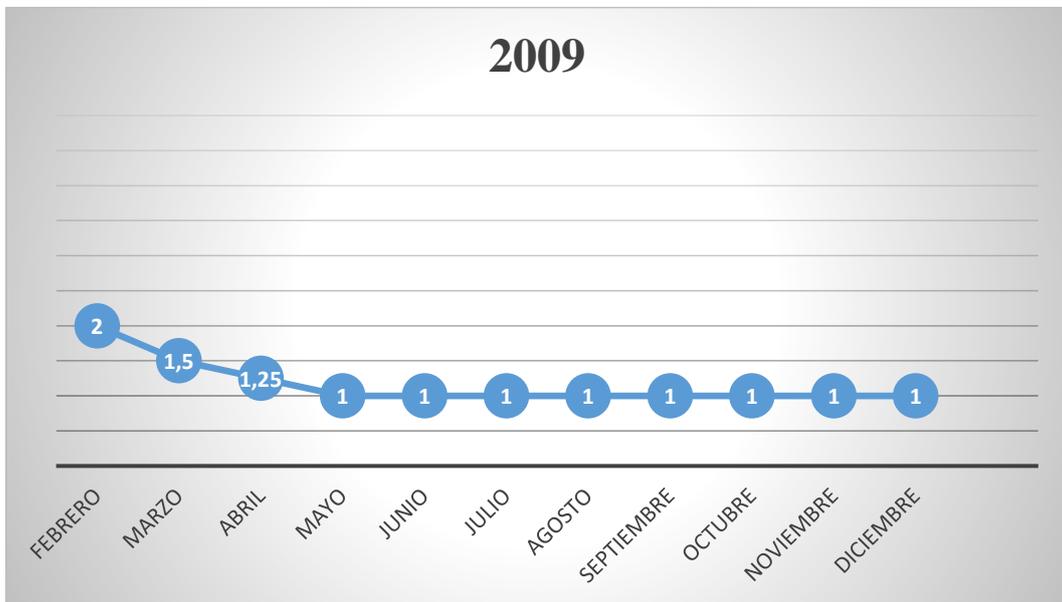
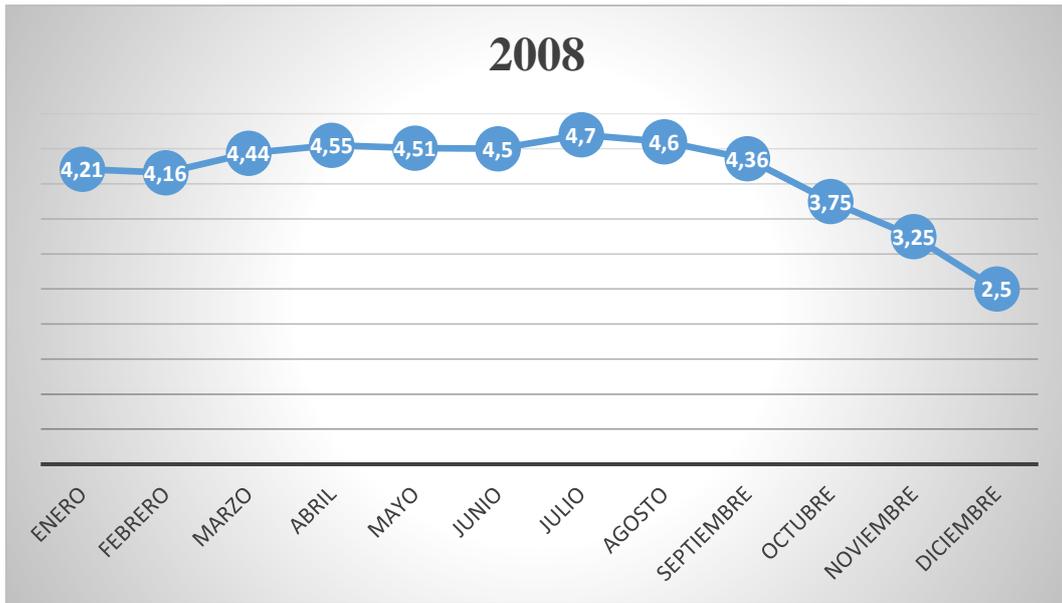
ANEXO III: TIPO DE INTERÉS OFPML



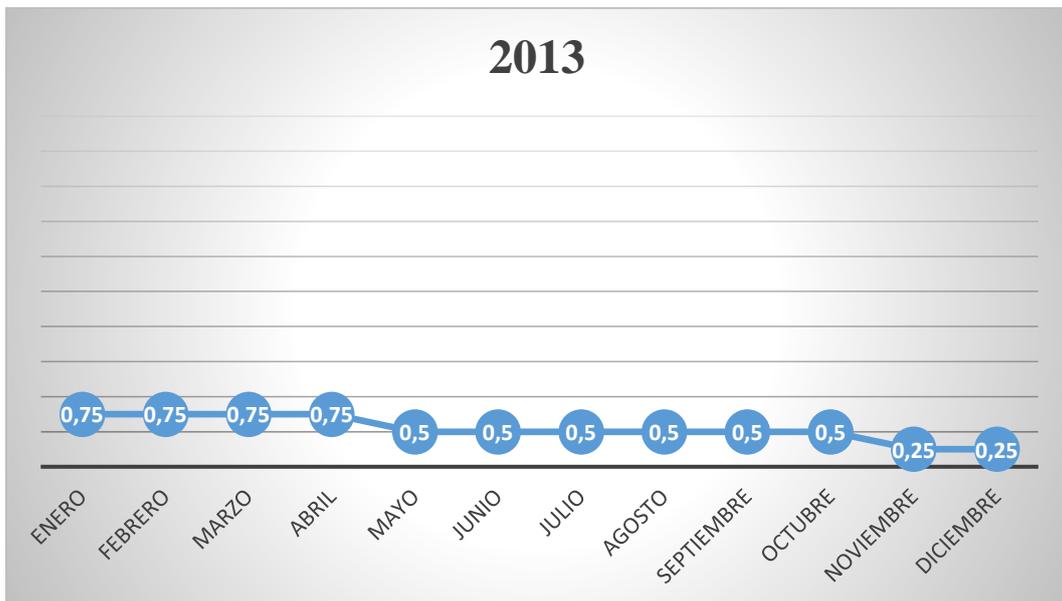
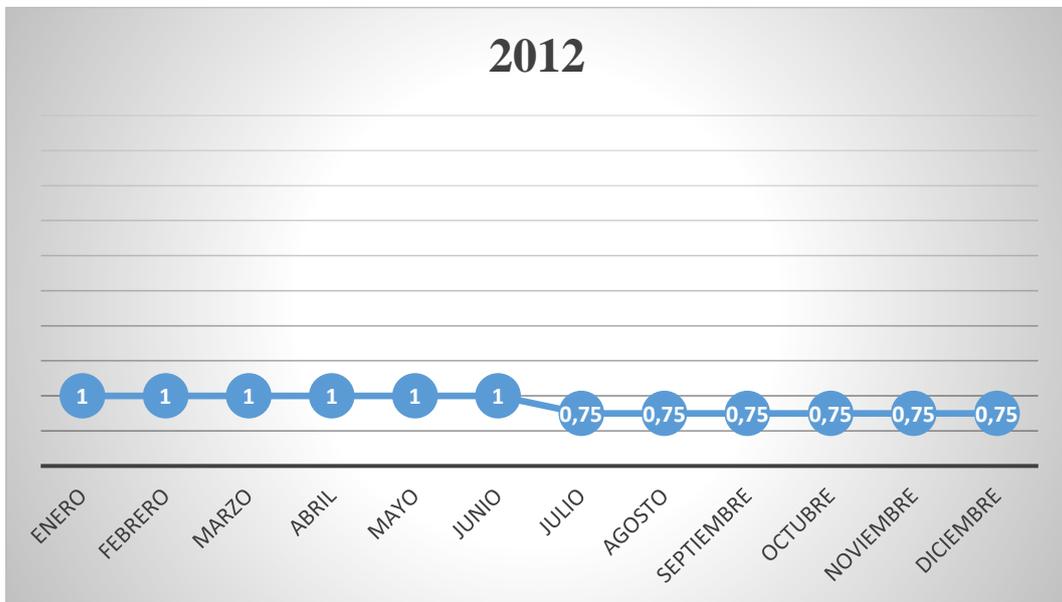
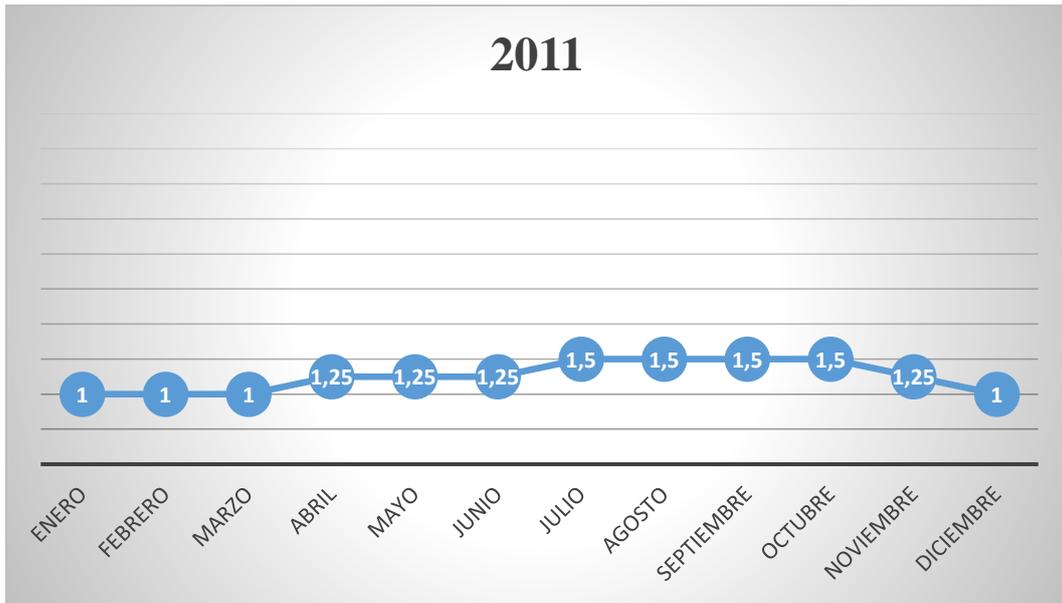
ANEXO III: TIPO DE INTERÉS OFPML



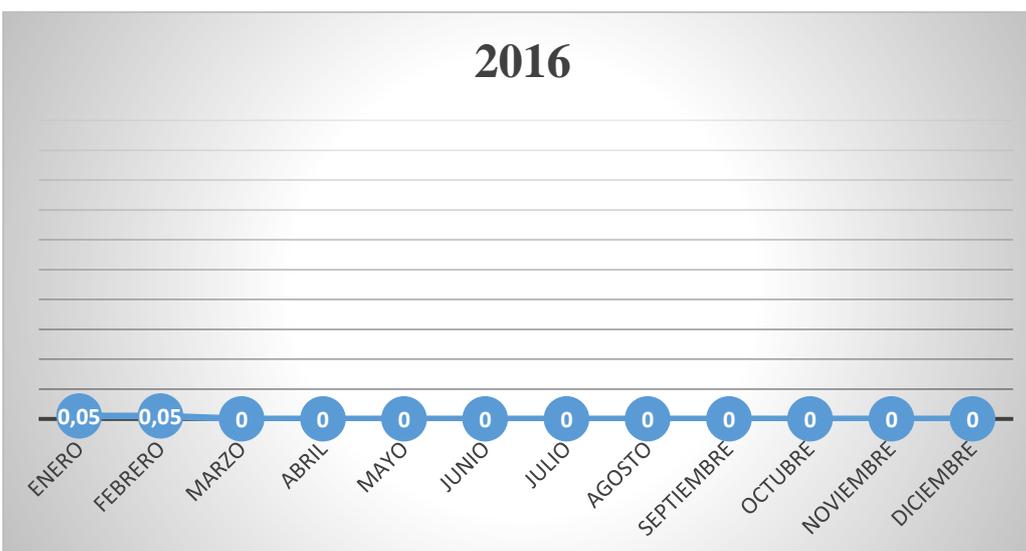
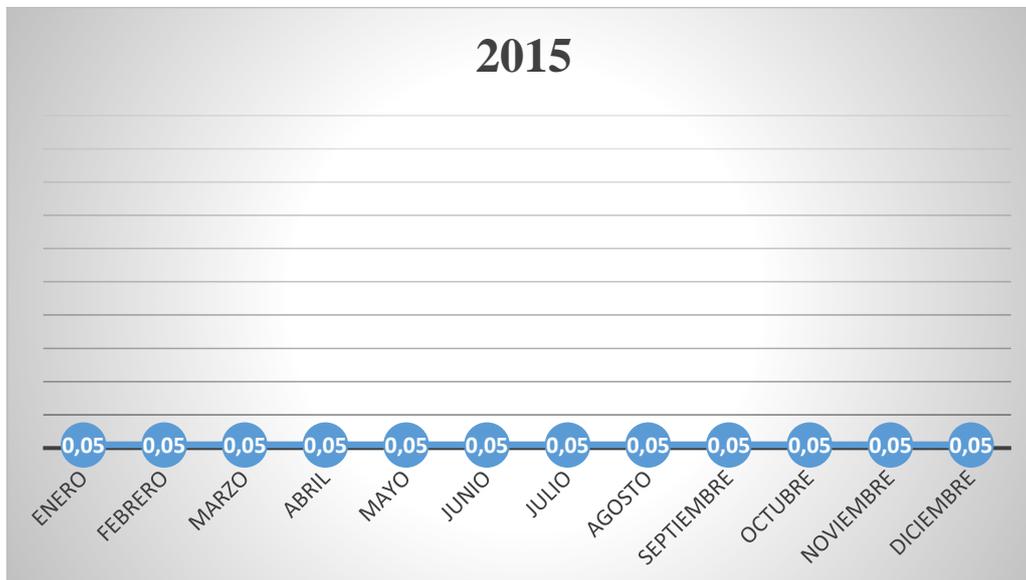
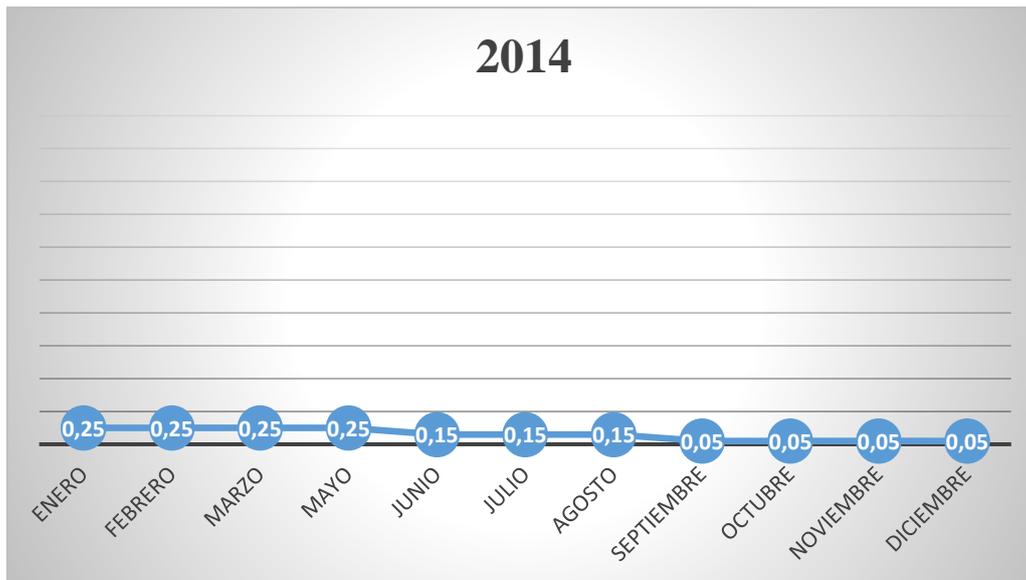
ANEXO III: TIPO DE INTERÉS OFPML



ANEXO III: TIPO DE INTERÉS OFPML



ANEXO III: TIPO DE INTERÉS OFPML



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de capitales.es

ANEXO IV: CALENDARIO INDICATIVO DE LOS PERIODOS DE MANTENIMIENTO DE RESERVAS DE 2016

PM	Reunión del Consejo de Gobierno	Inicio del período de mantenimiento	Finalización del período de mantenimiento	Datos relativos a las bases de reservas de las entidades de crédito que informan mensualmente	Datos relativos a las bases de reservas de las entidades de crédito que informan trimestralmente	Duración del período de mantenimiento (días)
1	21 de enero de 2016	27 de enero de 2016	15 de marzo de 2016	noviembre de 2015	septiembre de 2015	49
2	10 de marzo de 2016	16 de marzo de 2016	26 de abril de 2016	enero de 2016	diciembre de 2015	42
3	21 de abril de 2016	27 de abril de 2016	7 de junio de 2016	febrero de 2016	diciembre de 2015	42
4	2 de junio de 2016	8 de junio de 2016	26 de julio de 2016	abril de 2016	marzo de 2016	49
5	21 de julio de 2016	27 de julio de 2016	13 de septiembre de 2016	mayo de 2016	marzo de 2016	49
6	8 de septiembre de 2016	14 de septiembre de 2016	25 de octubre de 2016	julio de 2016	junio de 2016	42
7	20 de octubre de 2016	26 de octubre de 2016	13 de diciembre de 2016	agosto de 2016	junio de 2016	49
8	8 de diciembre de 2016	14 de diciembre de 2016	24 de enero de 2017	octubre de 2016	septiembre de 2016	42

Fuente: Banco Central Europeo