



Universidad de Valladolid
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Economía

**La política monetaria del BCE
ante la crisis financiera
internacional.**

Presentado por:

Alberto Aparicio Merino

Tutelado por:

Jesús M^a Alonso Martínez

Valladolid, 3 de Julio de 2017

ÍNDICE

RESUMEN.....	1
1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. MARCO TEÓRICO.....	5
2.1. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL.....	5
2.2. REVISIÓN DE LA LITERATURA CIENTÍFICA.....	7
3. METODOLOGÍA.....	8
4. LA TOMA DE DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA: EL BANCO CENTRAL.....	9
4.1. PUESTA EN FUNCIONAMIENTO Y PRIMEROS PASOS.....	9
4.2. BASES JURÍDICAS.....	12
4.3. ÓRGANOS RECTORES.....	15
4.4. PILARES DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE.....	18
5. LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA.....	19
5.1. INSTRUMENTOS CONVENCIONALES.....	20
5.2. INSTRUMENTOS Y MEDIDAS NO CONVENCIONALES.....	25
6. ¿DISCRECIONALIDAD O REGLAS MONETARIAS?.....	28
6.1. LA REGLA DE TAYLOR Y ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA MISMA.....	30
6.2. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS.....	36
7. CONCLUSIONES.....	38
BIBLIOGRAFÍA.....	40

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 3.1. Análisis cuantitativo y cualitativo.....	9
Cuadro 4.1. Órganos rectores del BCE.....	15
Cuadro 4.2. Pilares del BCE.....	19
Cuadro 4.3. Mecanismo de transmisión de la política monetaria.....	20
Cuadro 4.4. Resumen de las operaciones de mercado abierto.....	23

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1. Eurozona.....	12
Gráfico 6.1. Tipos de interés del BCE y la FED.....	33
Gráfico 6.2. Tipos de interés BCE.....	34
Gráfico 6.3. Tipos de interés FED.....	36

RESUMEN

En 1999 la política monetaria de la Zona Euro comienza a ser ejecutada por el BCE. En este documento se analizan sus bases jurídicas y sus órganos rectores para entender su funcionamiento.

La política monetaria de la Zona Euro se lleva a cabo con el objetivo de lograr y mantener la estabilidad de precios, para ello el BCE emplea una serie de medidas e instrumentos convencionales hasta el inicio de la crisis financiera internacional. En este contexto de crisis, con el objetivo de estabilizar los mercados financieros los bancos centrales realizaron una bajada de los tipos de interés y comenzaron a suministrar liquidez a corto plazo, pero estas medidas no fueron suficientes para consolidar la recuperación económica y por ello el BCE se vio obligado a recurrir a una serie de instrumentos no convencionales, un ejemplo de ello es la famosa expansión cuantitativa.

No estar sujeto a ninguna regla y poder tomar decisiones de forma discrecional con el objetivo de lograr la estabilidad de precios le ha permitido al BCE mantener su credibilidad y tomar las medidas adecuadas para superar los momentos de máxima debilidad del euro.

Palabras clave: política monetaria, BCE, instrumentos convencionales, estabilidad de precios, medidas no convencionales.

ABSTRACT

In 1999 the monetary policy of the Euro Zone started to be executed by the ECB, This document analyzes his legal bases and his governing bodies to understand his operation.

The monetary policy of the Euro Zone is carried out with the aim of achieving and keeping price stability, because of that the ECB uses some measures and conventional instruments until the beginning of the international financial crisis. In this context of crisis, with the objective of stabilizing prices ins the financial markets, the central banks made a drop in interest rates and began to provide short-term liquidity, but these measures weren't enough to consolidate the

economic recovery and the BCE had to resort to an unconventional instruments, one example of them was the famous quantitative expansion.

Not being subject to any rules and being able to make discretionary decisions to achieve price stability has allowed the ECB to maintain his credibility and take appropriate measures to overcome the moments of maximum weakness of the euro.

Key words: monetary policy, ECB, conventional instruments, price stability, unconventional measures.

1. INTRODUCCIÓN

El 1 de enero de 1999 comienza la tercera y última fase de la UEM. En ella se llevaría a cabo la fijación de forma irrevocable de los tipos de cambio de las diferentes monedas de los Estados miembros que participaban desde el principio en la Unión Monetaria. En esta fase el BCE contraería la responsabilidad de ser el organismo que dirigiría la política monetaria única de la Zona Euro.

Desde la creación del euro en el año 1999 y en un entorno difícil, la política monetaria única ha tenido que hacer frente a distintas perturbaciones económicas y financieras que se fueron produciendo a lo largo del tiempo. El BCE actuó ante estas perturbaciones aplicando una política monetaria orientada al medio plazo, basada en el análisis monetario, que buscaba conseguir las expectativas de inflación para lograr la estabilidad de precios. A pesar de todas estas perturbaciones adversas y, sobre todo, de la grave crisis que vivimos desde la caída de Lehman Brothers en septiembre del 2008 el BCE supo sostener su credibilidad en el cumplimiento de su mandato acerca de mantener la estabilidad de precios al aplicar una política monetaria sólida y solvente. Con ello consiguió aumentar la credibilidad de los mercados y de la opinión pública en la propia institución y en el Euro.

La crisis financiera no afectó por igual a los países de la Zona Euro, siendo los países del Sur los más afectados, presentando una reducción en sus economías y altas tasas de desempleo. Esta desigual situación entre los países miembros ha provocado la aparición de diversas corrientes euroescépticas que poco a poco han ido captando más adeptos, siendo un ejemplo de ello el alza de los partidos que aglutinan todas estas ideas en Austria, Italia, Países Bajos o la gran aceptación que ha tenido en Francia el Frente Nacional encabezado por Marine Le Pen en las recientes elecciones presidenciales.

Es un tema de actualidad y de gran importancia, ya que afecta a los ciudadanos de la Zona Euro en su día a día, puesto que las decisiones de política monetaria del BCE terminan teniendo efecto en el nivel de precios y por tanto influyendo en las decisiones de gasto de los diferentes agentes económicos. Su relevancia no afecta solo a la Zona Euro, ya que las medidas de política

monetaria aplicadas por el BCE también tienen una gran repercusión sobre la economía mundial, debido a que el euro es la segunda moneda internacional sólo por detrás del dólar estadounidense.

El objetivo del trabajo es analizar el funcionamiento y las competencias del BCE, para ello el trabajo se va a estructurar en seis apartados en los que en cada uno de ellos, por orden:

❖ Se procede a aclarar los conceptos de Unión Económica y Monetaria, política monetaria, SEBC y estabilidad de precios para poder interpretar y comprender el tema. Posteriormente se ha realizado una revisión de la literatura científica que ha sido relevante en la realización de este trabajo.

❖ Además se detalla cómo se ha estudiado el tema. Para ello se ha realizado un análisis cualitativo a partir de informes del BCE y otros documentos de interés, y un análisis cuantitativo a partir de los tipos de interés oficiales y el tipo de interés nominal que nos proporciona la regla de Taylor.

❖ También se estudia cómo se pone en funcionamiento el BCE, cuáles son las bases jurídicas del mismo, sus órganos rectores y los análisis en los que se basa para evaluar y contrastar la información significativa que empleará para lograr la estabilidad de precios.

❖ A continuación se analizan las medidas convencionales de política monetaria del BCE, y posteriormente se estudian los instrumentos y medidas no convencionales que ha tenido que llevar a cabo el BCE para hacer frente a la crisis financiera internacional.

❖ Asimismo se realiza un estudio empírico de una regla monetaria sencilla, como es la regla de Taylor, que nos permite comprobar como poder actuar de forma discrecional por parte del BCE es una ventaja, sobretodo en contextos de crisis cuando la situación es delicada.

❖ Y finalmente, se muestran las conclusiones extraídas de la realización del trabajo.

2. MARCO TEÓRICO

En este apartado, en primer lugar, se van a aclarar los conceptos más relevantes que permitan la comprensión e interpretación del tema, y en segundo lugar, con la finalidad de lograr una mayor profundización, se realizará un breve análisis de los informes y trabajos publicados que han sido importantes en la realización de este trabajo.

2.1. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL

Con el objetivo de lograr una adecuada comprensión del tema es necesario tener claros los siguientes conceptos: Unión Económica y Monetaria, política monetaria, SEBC y estabilidad de precios.

La Unión Económica y Monetaria es uno de los logros más importantes de la integración europea hasta la fecha. El Consejo Europeo validó el objetivo de llevar a cabo progresivamente la Unión Económica y Monetaria en junio de 1988. Para ello se creó un comité de expertos que estaba presidido por el presidente de la Comisión Europea en aquella época, Jacques Delors.

En el «Informe Delors» del 17 de abril de 1989¹ se proponía que la Unión Económica y Monetaria se alcanzase en tres fases “que marcaran una evolución mesurada pero progresiva”.

Dichas fases eran las siguientes:

- Primera fase: lograr llevar a cabo el establecimiento del mercado interno, para ello era necesario minimizar las diferencias de las políticas económicas de los diferentes Estados miembros, eliminar todos los obstáculos a la integración financiera e intensificar la cooperación monetaria.

- Segunda fase: se inicia el 1 de enero de 1994 con la constitución del Instituto Monetario Europeo, en este periodo se acordaría que el euro

¹ Comité para el estudio de la unión económica y monetaria (1989), Informe sobre la unión económica y monetaria en la Comunidad Europea, 1989.

sería la unidad monetaria europea que se introduciría en la siguiente fase y el 1 de junio de 1998 tendría lugar la creación del BCE.

- Tercera fase: este último período en la consecución de la UEM se iniciaría el 1 de enero de 1999 con la fijación de forma irrevocable de los tipos de cambio, la política monetaria empezaría a ser ejecutada de forma única por el BCE.

La política monetaria² es definida por el BdE como “*conjunto de acciones que llevan a cabo los bancos centrales dirigidas a controlar los tipos de interés y la cantidad de dinero, con la finalidad de influir en las condiciones financieras de una economía y alcanzar determinados objetivos. En las economías desarrolladas, el objetivo de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios.*”

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) como se establece en el Tratado de la Unión Europea (TUE) está compuesto por los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la Unión Europea y el BCE. En cambio, el Eurosistema se compone por los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro y el BCE, esta distinción se mantendrá entretanto que haya Estados miembros que no hayan adoptado el euro y sigan teniendo como moneda de curso legal su moneda nacional.

La estabilidad de precios es el objetivo principal del SEBC³ como se recoge en el apartado 1 del artículo 105 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea. En el año 1998 el Consejo de Gobierno del BCE definía la estabilidad de precios como “*un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la zona del euro inferior al 2%. La estabilidad de precios ha de mantenerse en el medio plazo*”⁴. La estabilidad de precios permite apreciar más fácilmente las variaciones de los precios relativos, incentiva la inversión y aumenta el bienestar económico, genera credibilidad y confianza en la política

² La política monetaria única es la que aplican los Estados miembros de la UEM que han adquirido el Euro como moneda, es llevada a cabo por el BCE.

³ Tenemos que tener en cuenta que este artículo sólo es aplicable a los Estados miembros que han adoptado el euro, por tanto, debemos entender en este caso SEBC como Eurosistema.

⁴ Posteriormente en el año 2003 tras revisar esta definición el Consejo aclaró que la inflación debe estar por debajo del 2% aunque su valor debe ser próximo a este.

monetaria, elimina los costes reales que genera la inflación y mantiene la estabilidad y la cohesión social.

2.2. REVISIÓN DE LA LITERATURA CIENTÍFICA

En esta sección se va a hacer referencia a las distintas publicaciones e informes que se han empleado en la recopilación de información y posterior elaboración de este trabajo.

En el inicio, se ha utilizado el informe la política monetaria del BCE 2011 como referencia sobre cuál es la estrategia monetaria del BCE, así como cuál ha sido la instrumentación y ejecución de la misma, algo esencial para poder comprender y abordar el tema del trabajo.

Se han revisado diversas publicaciones e informes del BCE y del BdE centrados en el análisis de la política monetaria del BCE, su evolución desde su puesta en marcha en 1999 y su ejecución a lo largo de los años en función de los diversos shocks a los que ha tenido que hacer frente. También se ha realizado una revisión de la jurisprudencia comunitaria relacionada con el tema que nos concierne, algo que nos ha permitido conocer, con la precisión adecuada y necesaria en estos análisis, cuáles son las funciones y las competencias del BCE.

De estos informes y publicaciones se puede extraer que desde su creación el BCE hizo frente a las perturbaciones existentes aplicando una política monetaria orientada al medio plazo, basada en el análisis monetario, que buscaba conseguir las expectativas de inflación para lograr la estabilidad de precios. A pesar de todas estas perturbaciones adversas y sobre todo de la grave crisis que vivimos desde el año 2008 el BCE supo mantener su credibilidad en el cumplimiento de su mandato acerca de mantener la estabilidad de precios, al aplicar una política monetaria sólida y solvente. Con ello consiguió aumentar la credibilidad de los mercados y de la opinión pública en la propia institución y en el Euro.

Para la realización de la parte empírica de este trabajo se han examinado distintos estudios econométricos relacionados con las reglas monetarias, pero

sobre todo, se ha centrado en el análisis de la regla de Taylor y en el estudio empírico de la misma. Ya que al ser una regla sencilla puede proporcionar el amparo o garantía frente a las políticas electoralistas que pueden generar una incertidumbre adicional sobre el conjunto de la economía.

En muchos de estos informes y publicaciones se hace referencia a una serie de hechos necesarios para conseguir una mejora en la UEM:

- La unión fiscal.
- La unión bancaria.
- La reforma de la gobernanza económica.

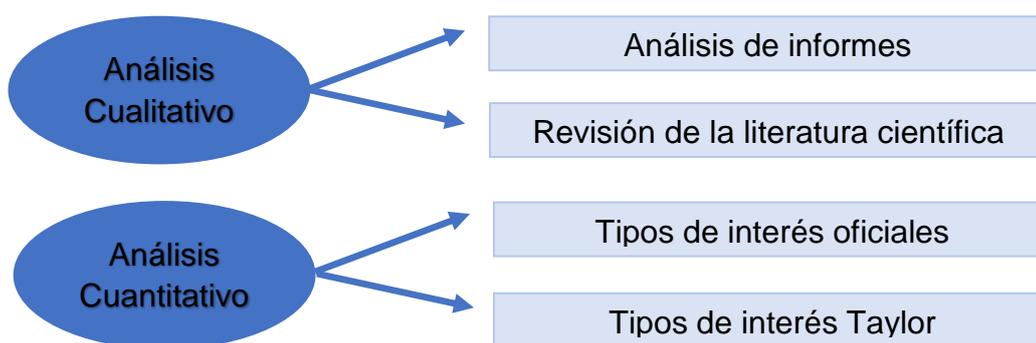
3. METODOLOGÍA

Para el desarrollo de este trabajo se ha empleado tanto el análisis de carácter cualitativo como el análisis de carácter cuantitativo:

- Análisis cualitativo: se ha realizado examinando las principales actuaciones en materia de política monetaria, los instrumentos de la misma, el estudio del BCE con sus funciones y características, y el análisis de la jurisprudencia comunitaria relacionada con la política monetaria y las bases jurídicas del BCE.
- Análisis cuantitativo: se ha llevado a cabo realizando un análisis de los tipos de interés oficiales a tres meses de la Zona Euro frente al tipo que nos proporciona la regla de Taylor, y su comparación con los Estados Unidos. Por la relación de estas áreas y su relevancia económica mundial.

Para llevar a cabo estos dos tipos de análisis, se ha realizado el estudio de diferentes informes y documentos tanto del BdE y del BCE como de otros organismos e instituciones relevantes, así como de los principales economistas de esta materia. Respecto al período temporal hay que decir que el análisis que se ha realizado empieza en 1999, cuando el BCE comienza a ejecutar la política monetaria de forma única, y dura hasta la actualidad, concretamente hasta la fecha en la que se tiene disponibilidad de datos para todas las variables en las fuentes consultadas, concretamente el último trimestre de 2015.

Cuadro 3.1. Análisis cualitativo y cuantitativo.



Fuente: elaboración propia.

Se ha realizado un análisis de las reglas monetarias. Centrándose en la regla de Taylor, examinando sus componentes, sus limitaciones y elaborando el tipo de interés nominal que facilita esta regla para la Zona Euro y los Estados Unidos para finalmente compararlos con el tipo de interés oficial del BCE y la FED.

Las fuentes de datos que se han consultado para la realización de este trabajo son Eurostat, el FMI y la OCDE, ya que disponen de los datos de todas las variables necesarias para la elaboración del tipo de interés nominal que proporciona la regla de Taylor y de los tipos de interés oficiales del BCE y la FED necesarios para la realización del estudio empírico.

Este estudio permite comprobar si los bancos centrales deberían ejecutar la política monetaria conforme a una regla sencilla, como es la regla de Taylor, o si se tendría que ejecutar de forma discrecional.

4. LA TOMA DE DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA: EL BANCO CENTRAL

4.1. PUESTA EN FUNCIONAMIENTO Y PRIMEROS PASOS

En mayo de 1998 se empezaron a tomar las decisiones finales de la UEM. Concretamente el 2 de mayo de este año el Consejo de la UE, acordaría por unanimidad los once Estados Miembros que cumplían las condiciones requeridas para adoptar la moneda única el 1 de enero de 1999. Dichos países

eran Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Siendo estos países los que participarían en la tercera y última fase de la UEM⁵.

Las condiciones requeridas por los estados miembros para la adopción del euro se encuentran en el artículo 121 del Tratado de la CE y en el Protocolo sobre los criterios de convergencia al que se hace referencia en dicho artículo 121. Las condiciones de convergencia para la adopción del euro son:

- Convergencia económica: lograr un alto grado de convergencia sostenible. Es evaluada en función de cuatro criterios según el apartado 1 del artículo 121 del Tratado de la CE, estos criterios son: estabilidad de precios, saneamiento de las finanzas públicas, estabilidad de los tipos de cambio y niveles de los tipos de interés a largo plazo.
- Convergencia legal: consiste en la compatibilidad de la legislación de los estados miembros con los artículos 108 y 109 del Tratado de la CE y con los estatutos del SEBC. Estos artículos determinan que la legislación nacional tiene que proceder a la armonización legal, para ello se deben eliminar las contradicciones con el Tratado y los Estatutos del SEBC, particularmente con aquellas que vulneren la independencia del BCE y sus funciones dentro del SEBC.

Los diferentes Jefes de Estado llegaron a un acuerdo político acerca del nombramiento de los futuros miembros del Comité Ejecutivo del BCE. El 25 de mayo de 1998 serían nombrados oficialmente y de acuerdo común; el presidente, vicepresidente y los cuatro miembros restantes del Comité Ejecutivo del BCE. De acuerdo con el artículo 50 de los Estatutos del SEBC, el nombramiento fue realizado sobre la base de una recomendación del Consejo ECOFIN y del dictamen del Parlamento Europeo y del Consejo del Instituto Monetario Europeo (al no haber sido constituido aún el Consejo de Gobierno del BCE actuaban en su lugar).

⁵ Decisión (98/317/CE) del Consejo, de 3 de mayo de 1998, con arreglo a lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 109 del Tratado (DO L 139 de 11.5.1998, p. 30).

El 1 de junio de 1998 se produce la toma de posesión de dichos cargos, fecha en la que se crearon el Banco Central Europeo (BCE) y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) la base jurídica de la política monetaria única se encuentra recogida en el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, en su versión consolidada de los artículos 127 a 144 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. El BCE fue el organismo liquidador de IME heredando la infraestructura del mismo y el personal que fue preparado para el desempeño de funciones en el BCE. Este hecho tiene gran importancia ya que gracias a ello el BCE consiguió que el Eurosistema fuese operativo en siete meses.

La tercera y última fase de la UEM comenzó el 1 de enero de 1999, en ella se fijó de forma irrevocable los tipos de cambio de las diferentes monedas de los once Estados miembros que cumplían las condiciones necesarias para adoptar la moneda única, la política monetaria única de la zona euro sería dirigida por el BCE, organismo responsable de la misma.

El euro reemplazaría de forma inmediata a las monedas nacionales de acuerdo con el marco legal establecido en la legislación comunitaria secundaria del Consejo de la UE. Entre el 1 de enero de 1999 y el 31 de diciembre de 2001 se produce el periodo transitorio en el que las monedas nacionales eran utilizadas como subdivisiones no decimales del euro y donde los distintos agentes económicos tenían la libertad debido al principio de «ninguna obligación, ninguna prohibición» de denominar en euros o en su subdivisión nacional sus diferentes posiciones y pagos no efectuados en efectivo. Este periodo de transición se completaría el 1 de enero de 2002 cuando se produjo la sustitución del efectivo, los billetes y monedas nacionales dejarían de tener curso legal a finales de febrero de este año, teniendo como resultado que los billetes y monedas denominados en euros fuesen los únicos de curso legal en los países de la zona euro.

Grecia pasaría a formar parte de la zona euro el 1 de enero del 2001, siendo el primer país en adoptar el euro con posterioridad. El resto de países adoptaría el euro el 1 de enero de los siguientes años: en Eslovenia en 2007, Chipre y Malta en 2008, Eslovaquia en 2009, Estonia en 2011, Letonia en 2014 y finalmente Lituania en 2015, hasta alcanzar los diecinueve Estados miembros

puesto que aunque estas también poseen personalidad jurídica propia tienen competencias que les han sido delegados por instituciones comunitarias.

El BCE se encuentra encuadrado en el marco legal e institucional de la Comunidad Europea como se establece en el Tratado de la CE. La característica más distintiva del euro y del BCE frente a una moneda nacional y un banco central nacional, es su estatus supranacional dentro de la zona euro, que le permite ejecutar la política monetaria de los estados que la integran. La soberanía monetaria ha sido transmitida al nivel supranacional de acuerdo con lo establecido en el Tratado de la CE, modificado posteriormente por el Tratado de la UE.

Reglamentos que constituyen el fundamento del Derecho monetario comunitario:

- (CE) N° 1103/97 del Consejo, de 17 de junio de 1997, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro, modificado por el Reglamento (CE) N° 2595/2000 de 27 de noviembre de 2000.
- Reglamento (CE) N° 974/98 del Consejo, de 3 de mayo de 1998, sobre la introducción del euro, modificado por el Reglamento (CE) N° 2596/2000, de 27 de noviembre de 2000.
- Reglamento (CE) N° 2866/98 del Consejo, de 31 de diciembre de 1998, sobre los tipos de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que han adoptado el euro, modificado por el Reglamento (CE) N° 1478/2000, de 19 de junio de 2000.
- Reglamento (CE) N° 1338/2001 del Consejo, de 28 de junio de 2001, por el que se definen las medidas contra la falsificación y cuyas disposiciones fueron ampliadas a los Estados miembros que no participan en la zona del euro mediante el Reglamento (CE) N° 1339/2001 de esa misma fecha que deben adoptarse para la protección del euro.

El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 9.1 de los Estatutos del SEBC, conforme con el apartado 2 del artículo 107 del Tratado de la CE. También tendrá los privilegios e inmunidades necesarios para llevar a cabo sus funciones, en las condiciones establecidas en

el Protocolo sobre los privilegios y las inmunidades de la Comunidades Europeas de 8 de abril de 1965.

La independencia del BCE y de los bancos centrales nacionales que componen el Eurosistema se encuentra recogida en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y en los Estatutos de SEBC. El concepto de independencia abarca cinco aspectos diferentes:

- Institucional: Se encuentra reflejada en el artículo 108 del Tratado de la CE donde se recoge lo siguiente: *“En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan el presente Tratado y los Estatutos del SEBC, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y organismos comunitarios, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones.”*
- Jurídica: ya que el BCE al igual que los bancos centrales nacionales posee personalidad jurídica propia. Esta independencia abarca el derecho de recurso ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE) para defender sus prerrogativas, en el caso de que éstas se vieran quebrantadas por alguna institución comunitaria o por algún Estado miembro.
- Personal: las disposiciones de los Estatutos protegen la independencia personal de los miembros de sus órganos rectores, garantizando la estabilidad en el cargo. Los Estatutos establecen un mandato mínimo de cinco años, renovable, para los gobernadores de los bancos centrales nacionales; y para los miembros del Comité Ejecutivo⁶ del BCE un

⁶ Cuando en 1998 se crea el BCE, se aplica un sistema de mandatos escalonados a los nombramientos del Comité Ejecutivo, con el objetivo de garantizar la continuidad. Los primeros cuatro miembros restantes del Comité Ejecutivo fueron nombrados respectivamente por períodos de cinco, seis, siete y ocho años. Cuando el sistema cumplió sus plazos naturales en el 2007, todos los miembros del Comité Ejecutivo fueron designados por períodos de ocho años.

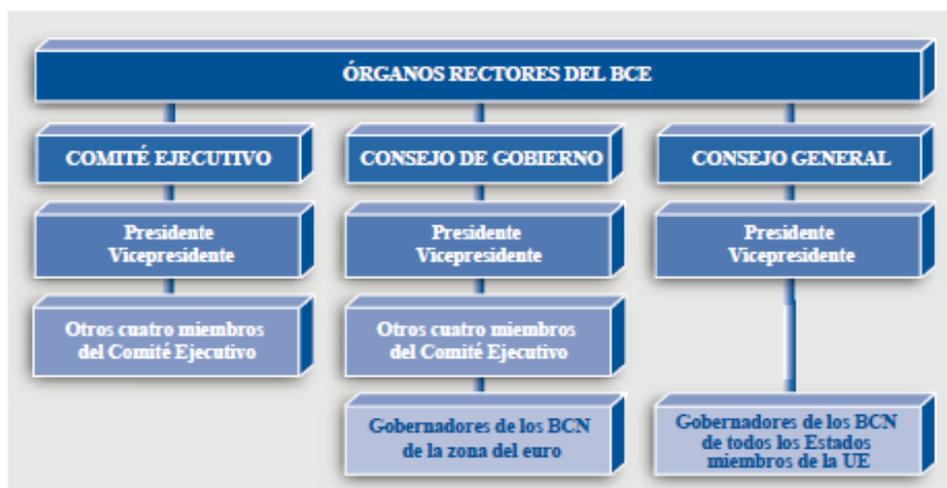
mandato de ocho años no renovable. En ellos también se indica que los miembros de los órganos rectores no pueden ser destituidos de forma discrecional por los resultados de la aplicación de la política monetaria en el pasado. Su destitución sólo podrá deberse a que dejen de cumplir con los requisitos exigidos en el desempeño de sus funciones o incurran en falta grave, como se encuentra recogido en el artículo 11.4 de los Estatutos de SEBC.

- Funcional y operativa: se ha proporcionado al BCE de todas las facultades y competencias necesarias para poder cumplir con su principal objetivo, mantener la estabilidad de precios. Esta independencia está respaldada por los Estatutos del SEBC.
- Financiera y organizativa: la disposición de recursos financieros e ingresos propios le permiten desempeñar las tareas que tiene asignado. El presupuesto del BCE es independiente del de la Unión Europea y su capital se encuentra suscrito y desembolsado por los bancos centrales nacionales. La contratación de personal y la organización de su estructura interna dependen de forma autónoma del mismo, como se estipula en los Estatutos.

4.3. ÓRGANOS RECTORES

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

Cuadro 4.1. Órganos rectores del BCE.



Fuente: Informe de la política monetaria del BCE 2011.

➤ Consejo de Gobierno:

Es el órgano rector principal del BCE, está formado por el presidente del BCE, como se refleja en el artículo 13 del protocolo nº4 sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, el vicepresidente, los miembros del Comité Ejecutivo y los gobernadores nacionales de los bancos centrales de la zona euro.

En el artículo 10 del protocolo nº4, se estipula el sistema de votación, el derecho de voto y las veces que se reunirá al año (al menos diez). En este mismo artículo se indica que cualquier recomendación que realice el BCE requiere de una decisión unánime de este órgano rector.

Las responsabilidades de este órgano las encontramos en el artículo 12 del protocolo nº4, siendo las más relevantes:

- *“Adoptará las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC con arreglo a los Tratados y al presente Estatuto. El Consejo de Gobierno formulará la política monetaria de la Unión” (Art. 12.1).*
- *“Adoptará el reglamento interno que determinará la organización interna del BCE y de sus órganos rectores” (Art.12.3).*

El Consejo de Gobierno tiene el derecho exclusivo para poder autorizar la emisión de billetes de banco en euros en la Unión, como se recoge en el artículo 16 del protocolo nº4 sobre los Estatutos del SEBC Y del BCE.

➤ Comité Ejecutivo:

Está formado por el presidente del BCE, el vicepresidente y otros cuatro miembros como se refleja en el apartado 2 del artículo 283 del Tratado de Funcionamiento de la UE.

Los miembros de este órgano se dedicarán de forma exclusiva al desempeño de sus funciones y no podrán ejercer otra profesión, remunerada o no, salvo que lo autorice de forma excepcional el Consejo de Gobierno como se recoge en el artículo 11 del protocolo nº4 sobre los Estatutos del SEBC y del BCE. En este artículo también se estipula cuáles serán las condiciones de empleo de sus

miembros, su sistema de votación, su derecho a voto, cómo se cubrirá una vacante que se produzca en el órgano y también se determina que el Comité Ejecutivo será el encargado de la gestión ordinaria del BCE.

Las responsabilidades del Comité Ejecutivo se encuentran en el artículo 12 del protocolo nº4 sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, donde se recoge que:

- *“pondrá en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno. Al hacerlo impartirá las instrucciones necesarias a los bancos centrales nacionales. El Comité Ejecutivo podrá también recibir la delegación de determinados poderes, cuando así lo disponga el Consejo de Gobierno.”* (Art. 12.1).
- *“se encargará de la preparación de las reuniones del Consejo de Gobierno.”* (Art. 12.2).

➤ Consejo General:

Es el tercer órgano rector del BCE, está compuesto por el presidente y vicepresidente del BCE además de los presidentes o gobernadores de los bancos centrales nacionales.

Las responsabilidades del Consejo General se encuentran recogidas en el artículo 46 del protocolo nº4 sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, donde se recoge que este órgano “contribuirá al desarrollo de las funciones consultivas”, en el art. 46.2 se recogen el resto de contribuciones de las que podemos destacar: *la recopilación de la información estadística, la elaboración de informes acerca de las actividades del BCE o el establecimiento de las condiciones de contratación del personal del BCE.*

Este órgano será el encargado de realizar los *“los preparativos necesarios para fijar irrevocablemente los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros acogidas a una excepción respecto del euro”* como se dispone en el artículo 46.3.

4.4. LOS PILARES DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

La política monetaria del BCE se basa en dos pilares: el análisis económico y el análisis monetario. Esto le permite obtener información desde diversas perspectivas acerca de los posibles riesgos que pueden impedir la estabilidad de precios, mediante este enfoque consigue reducir la probabilidad de cometer un error en la ejecución de la política monetaria ya que al prestar atención a diferentes perspectivas no cae en la simplicidad y dependencia que generan un solo modelo o indicador.

El análisis económico: valora la coyuntura económica y financiera y los riesgos que pueden poner en peligro la estabilidad de precios en el corto y medio plazo. Para ello se estudian los factores que ayudan a evaluar la actividad real y la evolución de los precios y se analiza el origen de las perturbaciones económicas.

El BCE realiza un análisis periódico de la evolución de diferentes indicadores. También se estudia la evolución del tipo de cambio, por la importancia de este en la evolución de los precios. El Eurosistema cuenta con un grupo de expertos que realizan dos veces al año proyecciones macroeconómicas en las que consideran invariable el tipo de interés a corto plazo; esto provoca que el escenario considerado sea muy poco probable ya que el BCE hará frente a los diferentes tipos de riesgos o perturbaciones que pongan en peligro la consecución de su principal objetivo, la estabilidad de precios.

El análisis monetario: se fundamenta en la relación que presentan en el medio y largo plazo el crecimiento monetario y la inflación. Para medir la evolución monetaria el BCE considera que el M3⁷ debe crecer al 4,5% anual, un valor de referencia⁸ que es compatible con la estabilidad de precios en el medio plazo. Este valor de referencia es un criterio de análisis, no un objetivo monetario. Tenemos que destacar que la política monetaria no responde por norma general

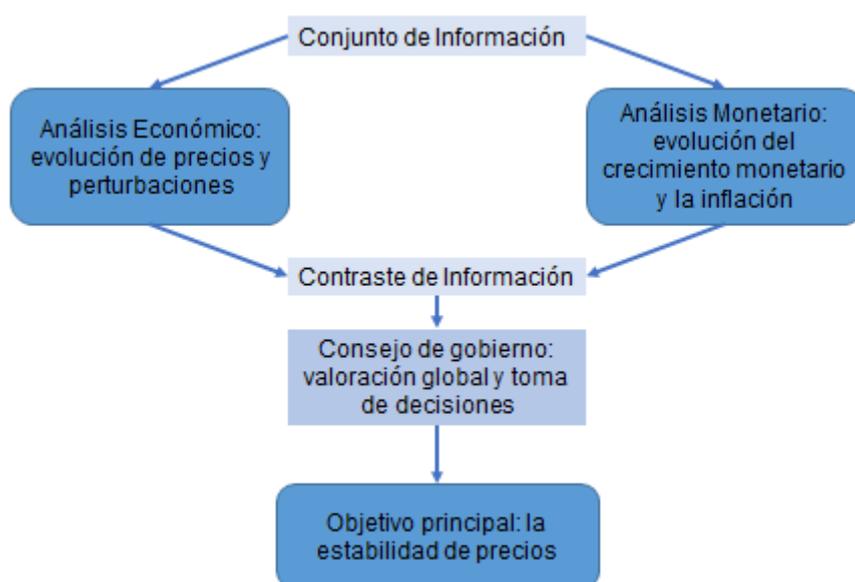
⁷ El M3 es un agregado monetario compuesto por el M2 y los instrumentos negociables como son las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores de acciones hasta dos años que han sido emitidos por las Instituciones Financieras Monetarias.

⁸ El valor de referencia está basado en la definición de estabilidad de precios del Consejo de Gobierno y en los siguientes supuestos a medio plazo: un crecimiento potencial del PIB real entre el 2% y el 2,5% y una reducción de la velocidad de circulación del dinero entre el 0,5% y el 1%.

a las desviaciones del M3 respecto a su valor de referencia, esto se debe a que no hay una conexión directa entre las decisiones de política monetaria y la evolución monetaria en el corto plazo.

El análisis monetario no sólo se basa en el estudio del M3, el BCE realiza un estudio de otras variables monetarias y financieras como son los componentes del M3, el crédito concedido al sector privado o los balances de las instituciones financieras; estos análisis pueden proporcionar información acerca de la actividad real, las condiciones financieras y la situación monetaria, algo que permite tener una visión en conjunto de la economía.

Cuadro 4.2. Pilares del BCE.



Fuente: El BCE historia, misión y funciones y elaboración propia.

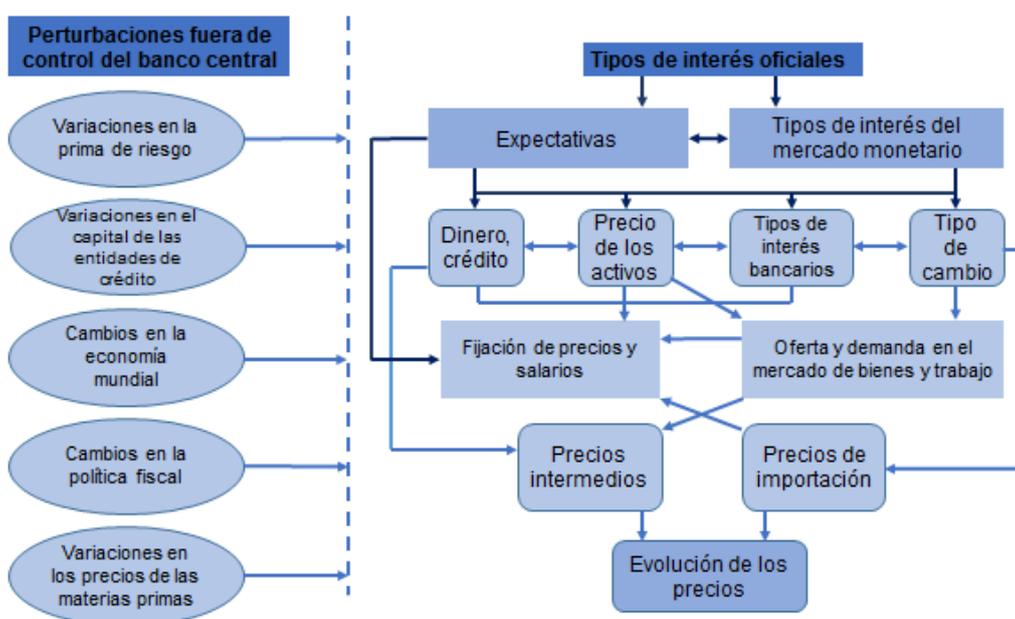
5. LOS INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Como se recoge en el artículo 127 del TFUE *“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 realización de los objetivos de la Unión”*.

Con el objetivo de alcanzar y mantener la estabilidad de precios en la zona euro el BCE tiene una serie de instrumentos y procedimientos de política monetaria que forman el marco operativo empleado para poner en práctica las diferentes decisiones acordadas.

En la transmisión de la política monetaria desempeñan un papel fundamental los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Este control de los tipos por parte del BCE implica tener una influencia significativa en los tipos de interés nominales a corto plazo, en el gasto de los distintos agentes económicos y como resultado en el nivel de precios.

Cuadro 4.3. Mecanismo de transmisión de la política monetaria.



Fuente: Elaboración propia a partir del informe de la política monetaria del BCE 2011.

Por ello, la estrategia seguida por el BCE determina como serán los tipos de interés del mercado necesarios en la consecución de la estabilidad de precios en el medio plazo. Por otra parte el marco operativo, anteriormente mencionado, establecerá la forma de lograr el nivel de tipos de interés acordado mediante los diferentes instrumentos y procedimientos de los que dispone.

5.1. INSTRUMENTOS CONVENCIONALES

La ejecución de la política monetaria de la zona euro se lleva a cabo mediante una serie de criterios uniformes y válidos para todos. Las operaciones

de política monetaria del Eurosistema son accesibles por todas las instituciones financieras de la zona del euro en igualdad de condiciones.

Podemos dividir las operaciones de política monetaria convencional en tres grandes grupos: operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y mantenimiento de unas reservas mínimas.

➤ Operaciones de mercado abierto:

Las operaciones de mercado abierto se dividen en cuatro categorías en función del tipo de operación (inyección o absorción de liquidez), de su vencimiento y de su periodicidad. Las operaciones de mercado abierto son las siguientes:

- Operaciones principales de financiación (OPF): forman la fuente principal de financiación del sistema crediticio del Eurosistema. Son operaciones temporales de inyección de liquidez con vencimiento a una semana y periodicidad semanal. Son ejecutadas por los bancos centrales nacionales por medio de subastas estándar⁹.
- Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML): son operaciones temporales de inyección de liquidez con vencimiento a tres meses y periodicidad mensual, son llevadas a cabo por los bancos centrales nacionales a través de subastas estándar.
- Operaciones de ajuste: se llevan a cabo de forma ad hoc, es decir, con un fin específico que busca gestionar la liquidez del mercado y los efectos que las fluctuaciones de ésta puedan causar sobre los tipos de interés. Generalmente, son los bancos centrales nacionales lo que realizan estas operaciones, se ejecutan mediante procedimientos bilaterales o subastas rápidas.
- Operaciones estructurales: como su propio nombre indica, son operaciones que se realizan para ajustar la posición estructural del

⁹ Las subastas estándar se caracterizan porque el plazo máximo entre el anuncio de la subasta y la notificación del resultado de la misma con su correspondiente adjudicación es de 24 horas.

Eurosistema frente al sector financiero. Son ejecutadas por el BCE mediante subastas estándar y procedimientos bilaterales.

Los instrumentos con los que cuenta el BCE para llevar a cabo esta serie de operaciones son:

- Operaciones temporales: este tipo de operaciones es el principal instrumento dentro de las operaciones de mercado abierto, pueden ser empleadas en todos los tipos de operaciones de inyección de liquidez. Son transacciones en las que el Eurosistema compra (inyección de liquidez) o vende (absorción de liquidez) activos de garantía. Estas operaciones puede llevarse a cabo mediante cesiones temporales¹⁰ u operaciones de crédito en las que la garantía es el propio activo.
Este tipo de operaciones es el instrumento básico empleado en las OPF y OFPML, aunque también se utiliza en las operaciones de ajuste y estructurales.
- Operaciones simples: en ellas el Eurosistema realiza la compra y venta de los activos admitidos en el mercado, son empleadas en las operaciones estructurales.
- Swaps de divisas: son operaciones simultáneas al contado y a plazo en euros contra divisas. Se emplean en las operaciones de ajuste con la finalidad de gestionar la liquidez del mercado y los tipos de interés.
- Emisión de certificados de deuda del BCE: con ellos se crea o amplía el déficit de liquidez del mercado, hay que tener en cuenta que su emisión fundamenta una obligación del BCE con el tenedor del certificado. Con su emisión se pretende ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero. Es empleado en las operaciones estructurales.

¹⁰ La cesión temporal de un activo es la compraventa de dicho activo de forma obligatoria, en una fecha y a un precio previamente fijado.

- Depósitos a plazo fijo: instrumento mediante el cual el Eurosistema tiene la capacidad de proponer a las entidades de contrapartida constituir depósitos en el banco central nacional del Estado miembro en el que se encuentren establecidas con una remuneración a plazo fijo. Este instrumento se emplea en las operaciones de ajuste para la absorción de liquidez del mercado.

Cuadro 4.4. Resumen de las operaciones de mercado abierto:

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	Tipo de Instrumento		Vencimiento	Periodicidad
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez		
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales	-	Una semana	Semanal
Operaciones de financiación a plazo más largo	Operaciones temporales	-	Tres meses	Mensual
Operaciones de ajuste	Operaciones temporales	Operaciones temporales	Sin normalizar	No periódica
	Swaps de divisas	Depósitos a plazo fijo		
		Swaps de divisas		
Operaciones estructurales	Operaciones temporales	Emisión de certificados de deuda	Normalizado/sin normalizar	Periódica/No periódica
	Compras simples	Ventas simples		No periódica

Fuente: Elaboración propia a partir de la política monetaria del BCE 2011.

➤ Facilidades permanentes:

Su finalidad es inyectar y absorber la liquidez a un día, esto contribuye a tener control sobre los tipos de interés y a orientar la política monetaria. Las entidades que participan en el Eurosistema sujetas a unas condiciones de acceso pueden, por iniciativa propia, recurrir a dos tipos de facilidades permanentes:

- Facilidad marginal de crédito: permite a las entidades obtener liquidez a un día de sus respectivos bancos centrales nacionales contra activos

de garantía¹¹. El único requisito para tener acceso a esta facilidad en condiciones normales es el de presentar las garantías suficientes, ya que no existen restricciones de crédito. El tipo de interés de esta facilidad es generalmente superior al tipo de interés del mercado a un día.

- Facilidad marginal de depósito: posibilita la realización de depósitos en los bancos centrales nacionales a un día, estos depósitos no tienen por norma general ningún límite ni restricción para las entidades que puedan acceder a los mismos. El tipo de interés de estos depósitos suele ser inferior al tipo de interés del mercado a un día.

➤ Reservas mínimas:

Su objetivo es el de garantizar la estabilidad de los tipos de interés, para ello se emplea el mecanismo de promedios¹² y además permite suavizar las fluctuaciones de liquidez, ya que los desequilibrios transitorios de liquidez pueden ser compensados con desequilibrios de signo contrario para el mismo período. Las entidades de la zona euro deben depositarlas en sus respectivos bancos centrales.

En el Eurosistema las reservas mínimas obligatorias de cada entidad se determinan aplicando el coeficiente de reservas o caja que actualmente es del 1% a determinados pasivos de las entidades de crédito, que en conjunto forman la base de reservas, a fin de mes. Las reservas mínimas se tienen que mantener durante un período mensual y se remunerarán al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Por tanto, cuando la media de los saldos diarios en el banco central de una entidad no es inferior a la cantidad exigida, dicha entidad cumple con su obligación de reservas. El inicio del período de mantenimiento de reservas se produce a partir del día en el que

¹¹ Son instrumentos financieros que se emplean para garantizar la devolución de un préstamo o se venden como parte de una cesión temporal. Su finalidad es proteger el Eurosistema de riesgos financieros. Según el artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC y del BCE todas las operaciones de crédito del Eurosistema deben basarse en unas garantías adecuadas. Existe una lista completa de activos elegibles de los países que pertenecen al SEBC.

¹² Mecanismo de promedios: determina las reservas como la media de los saldos monetarios de las diferentes entidades en sus respectivas cuentas de reservas al final de cada día durante un período.

se realice la liquidación de la primera operación principal de financiación una vez realizada la reunión del Consejo de Gobierno en la que se toman las decisiones acerca de la política monetaria.

La crisis financiera internacional provocó que el BCE llevase a cabo una serie de medidas de apoyo a la liquidez, para evitar en última instancia que la falta de liquidez se transformara en una crisis de solvencia. El BCE empleó sus operaciones habituales de financiación, los programas de abastecimiento de liquidez fueron los siguientes: ampliación del vencimiento de las operaciones de financiación a más largo plazo (OFPML) hasta 12 meses, subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, ampliación de la lista de activos de garantía aceptados en las operaciones de financiación, dos OFPML extraordinarias con vencimiento a 36 meses y posibilidad de pago un año después, reducción del coeficiente de caja del 2% al 1%.

5.2. INSTRUMENTOS Y MEDIDAS NO CONVENCIONALES

En septiembre de 2008 la caída de Lehman Brothers supuso el inicio de la crisis financiera internacional, esta dañó el sistema de transmisión de la política monetaria donde el banco central tiene una influencia importante sobre los tipos de interés a corto plazo como explicamos en el inicio de este apartado. Esto provocó un incremento de la incertidumbre y de la desconfianza respecto de las entidades financieras. En la búsqueda de la estabilización de los mercados financieros los bancos centrales empezaron a suministrar liquidez a corto plazo.

Este suministro de liquidez fue acompañado por la reducción de los tipos de interés oficiales del banco central. Estas medidas no eran suficientes ya que la debilidad de la recuperación era evidente en los indicadores macroeconómicos, por tanto, fue necesario recurrir a instrumentos no convencionales de los que podemos destacar las compras de activos financieros y cambios en los balances de los bancos centrales, cambios en la formulación y orientación futura de la política monetaria y facilidades de crédito al sistema bancario. Estas medidas sirvieron para evitar el colapso financiero y sostener la recuperación en los países de la Zona Euro.

Las compras de activos financieros son los programas de expansión cuantitativa o Quantitative Easing (QE), estos provocan un cambio en los balances de los bancos centrales, concretamente una expansión de los mismos. Es en mayo del 2009 cuando el BCE inicia una “primera fase” mediante la compra de bonos bancarios garantizados por activos de elevada calidad (Covered Bond Purchase Programme, CBPP), las compras duraron hasta mayo de 2010, teniendo un valor total de 60 mm de euros.

La crisis de deuda soberana en la zona del euro provocó que en mayo de 2010 comenzase la “segunda fase” donde el BCE realizaría la compra de deuda en los mercados secundarios que estuviesen sometidos a estrés financiero (Securities Markets Programme, SMP) su valor total fue de 208,7 mm de euros. Un segundo programa de adquisición de bonos garantizados se puso en marcha en octubre de 2011 (Covered Bond Purchase Programme 2, CBPP2) con el que el BCE adquirió 16 mm de euros. El riesgo o la posibilidad de ruptura del euro propició que en septiembre de 2012 se llevase a cabo el Outright Monetary Transaction (OMT)¹³ el anuncio de este programa de compra deuda soberana sirvió para reducir los diferenciales soberanos. Por último, en septiembre de 2014 se anuncian dos nuevos programas, el programa de adquisición de valores de titulización de activos (ABS) y el programa de adquisición de fondos garantizados (Covered Bond Purchase Programme 3, CBPP3).

Las diferencias de cada programa vienen dadas por:

- El tipo de activo: si es deuda pública la finalidad de la compra es reducir el tipo de interés de los activos sin riesgo, en cambio, la adquisición de los títulos emitidos por instituciones que no sean los bancos centrales buscan reducir la prima de riesgo.
- Balance del banco central: aunque la mayor parte de estas operaciones como hemos reflejado antes amplia los balances también podemos encontrar compras que han mantenido el mismo tamaño del balance como las realizadas por el BCE bajo el SMP dónde los aumentos de liquidez provocados por las compras fueron reabsorbidos por el BCE.

¹³ Programa de compra de deuda soberana de corto plazo sin límite de cantidad, se pondrá en marcha cuando algún país miembro reciba presiones en sus mercados de deuda no justificadas.

- Vencimiento de los activos: la tendencia que han seguido los bancos centrales ha sido la de aumentar la duración de los activos adquiridos.
- Cuantía: por norma general se conoce de forma previa la totalidad de las compras y la duración del programa que se va a llevar a cabo.

La puesta en marcha de estos programas ha conseguido reducir el tipo de interés nominal de los activos adquiridos y aunque ha podido contribuir a mantener la deflación ha sostenido la actividad económica.

Respecto de la orientación futura de la política monetaria o forward guidance tenemos que decir que la experiencia empírica nos muestra que una gestión transparente de la política monetaria aumenta la credibilidad de los bancos centrales y la efectividad de sus actuaciones puesto que los agentes económicos adaptan sus expectativas gracias a la información que les proporcionan estos. Las expectativas de los agentes sobre los tipos de interés pueden ser manejadas de diferentes formas, ya sea de forma implícita en los diferentes discursos de las autoridades monetarias, en la publicación de previsiones de los tipos de interés o con el compromiso de una hoja de ruta en política monetaria. El BCE mantuvo el principio de no pre-commitment hasta julio de 2013 cuando el Consejo de Gobierno realizó el siguiente anuncio en el que esperaba que *“los tipos de interés permanezcan en los niveles actuales o menores por un período prolongado de tiempo. Esta perspectiva se basa en la previsión de una inflación general controlada en el medio plazo, dada la debilidad de la economía real y la débil dinámica monetaria”* con este anuncio se rompía por tanto el principio anteriormente mencionado y se daba paso por parte del BCE a la adopción de la política de forward guidance.

Finalmente, las facilidades de crédito al sistema bancario son las intervenciones específicas llevadas a cabo por el BCE con la finalidad de estimular la actividad dando un mayor dinamismo al crédito bancario. Un ejemplo son las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) aprobadas por el BCE en junio de 2014 con el objetivo de fomentar el flujo de préstamos hacia el sector privado no financiero estando excluidos aquellos destinados a hogares para adquisición de vivienda.

Estas medidas no convencionales llevadas a cabo por el BCE han sido muy eficaces, consiguiendo mantener la recuperación económica y mantener la inflación en niveles inferiores, pero próximos, al 2%.

El sistema bancario fue provisto de liquidez, pero ésta no se transmitió a las familias y empresas. Cada vez son más las voces que defienden la integración del sistema financiero en la Zona Euro y la Unión Bancaria.

Puesto que la integración del sistema financiero supondría una mayor eficacia de la política monetaria, la diversificación de los riesgos financieros y una mejora en la asignación de los recursos de capital, contribuyendo por tanto al crecimiento económico. Para ello sería necesaria la aparición de grupos bancarios transfronterizos, conseguir una armonización de las normas y de los sistemas de supervisión y garantía de depósitos, que los activos financieros emitidos en un país se encuentren en el resto, y que las condiciones, rendimientos y costes de activos similares sean parecidas en todos los países.

La Unión Bancaria implicaría la existencia de un marco legal único que regulase todo lo relacionado con el sistema bancario, es decir, su creación, requerimientos de capital, expansión... y los instrumentos comunes¹⁴ de supervisión, recuperación, resolución de entidades y garantía de depósitos.

6. ¿DISCRECIONADLIDAD O REGLAS MONETARIAS?

La puesta en marcha de una serie de medidas no convencionales para hacer frente a la crisis financiera y las famosas declaraciones de Mario Draghi en las que afirmaba lo siguiente: “*el BCE hará todo lo necesario para sostener el euro. Y, créanme, eso será suficiente*” el 26 de julio de 2012 permitieron que la economía de la Zona Euro se fuese estabilizando y sobretodo dotar de la credibilidad necesaria al euro, en un momento en el que se empezaba a poner

¹⁴ Estos instrumentos comunes son: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), el Mecanismo Único de Resolución (MUR), el Fondo Único de Resolución (FUR) y el Mecanismo Único de Garantía de Depósitos (MUGD).

en duda el proyecto europeo debido al surgimiento de corrientes euroescépticas y a la falta de acuerdo entre los países miembros.

Si el BCE hubiese seguido de forma estricta alguna regla monetaria, le habría resultado mucho más difícil tomar las decisiones de política monetaria necesarias ya que tendrían que ser compatibles con la regla, y seguramente en un determinado momento tendría que dejar de seguirla, aumentando la desconfianza y la incertidumbre por parte del público. En este punto se van a analizar de forma general las reglas monetarias y sus limitaciones. Ya que esto, junto con el estudio empírico de la regla de Taylor permite comprobar como el empleo de la discrecionalidad por parte de los bancos centrales es la mejor opción, sobre todo en tiempos difíciles como los vividos en la reciente crisis financiera internacional.

Se puede definir regla de política monetaria como un mecanismo de política monetaria que da respuesta a los cambios del entorno económico; estas reglas pueden ser sencillas, las cuales constan de un conjunto pequeño de variables, o de optimización.

Por tanto, se pueden clasificar las reglas monetarias en:

➤ Reglas sencillas:

Generalmente los académicos al igual que los bancos centrales, han buscado la simplicidad para la elaboración de reglas mediante las cuales reducir la discrecionalidad y fomentar su credibilidad. Estas reglas sencillas eran el amparo o garantía frente a las políticas oportunistas o electoralistas que podrían generar una incertidumbre adicional en el conjunto de la economía.

Estas reglas se componen de un conjunto de variables (indicadores macroeconómicos) que informan de la posibilidad de desviación de los objetivos establecidos.

Han sido objeto de críticas por varias razones, es evidente que las reglas no contienen toda la información necesaria para la elaboración de la política monetaria, ya que aunque contengan variables importantes como la inflación y la producción no se debe olvidar que existen otra serie de variables, como los

diferentes agregados monetarios, que permiten interpretar el panorama económico actual y su evolución de una forma más completa. Otra limitación que presentan es que los bancos centrales no actúan igual ante una perturbación de oferta o de demanda, es decir, en función de su origen tomarán una serie de medidas u otras y esto es algo que no contempla la regla.

➤ Reglas de optimización:

Las reglas tienen que ser evaluadas, para ello se deben examinar en diferentes modelos las propiedades de estas, recopilando los distintos resultados macroeconómicos que ofrece cada regla para poder compararlos. Por tanto, con un modelo que represente el funcionamiento de la economía y una función objetivo se podría buscar la regla óptima que maximizase la función objetivo. Esto tiene como resultado que si es posible conseguir u obtener una regla óptima no tenga sentido utilizar una regla sencilla, ya que seguramente esta no sea óptima.

Estas reglas también han suscitado críticas, puesto que si en cada periodo empleamos reglas de optimización, será difícil que las diferentes recomendaciones y actuaciones que se lleven a cabo sean duraderas en el transcurso del tiempo. El modelo que representa el funcionamiento de la economía sigue sin poder recoger todas las variables económicas necesarias para la elaboración de la política monetaria por parte de los bancos centrales, y también son criticados por no tener suficientemente en cuenta la incertidumbre y las consecuencias que esta puede tener para los bancos centrales y su toma de decisiones.

6.1. LA REGLA DE TAYLOR Y ESTUDIO EMPÍRICO DE LA MISMA

La regla de Taylor, fue propuesta por el economista John B. Taylor en el año 1993¹⁵, es una regla sencilla de política monetaria en la que se relaciona el tipo de interés nominal con una serie de variables. En la regla de Taylor el tipo de interés nominal será el instrumento de política monetaria que responde a las desviaciones de la inflación objetivo y del output-gap.

¹⁵ John B. Taylor (1993): “*Discretion versus policy rules in practice.*”

La ecuación de la regla de Taylor:

$$i_t = i^* + \pi^* + \beta (\pi_t - \pi^*) + \gamma y \quad \text{siendo } y = 100(Y - Y^*)/Y^*$$

Donde i_t representa el tipo de interés nominal en el periodo t , i^* el tipo de interés real de equilibrio, π^* la inflación objetivo del banco central, π_t la inflación actual, y el output-gap, Y el producto, Y^* el producto potencial, β mide la magnitud de respuesta del tipo de interés nominal corriente a la desviación de la inflación, γ recoge la magnitud de respuesta del tipo de interés nominal corriente a la desviación del output-gap, siendo ambas magnitudes de respuesta positivas.

Esta regla indica que si la tasa de inflación es igual que el objetivo del banco central y la producción es igual a la producción potencial, el tipo de interés nominal sería del cuatro por ciento, o del dos por ciento en términos reales.

Se puede emplear la regla de Taylor como herramienta de evaluación de las decisiones de política monetaria que aplican los bancos centrales. No se debe olvidar que aunque el banco central manipule el tipo de interés nominal, es el tipo de interés real el que afecta o tiene repercusión en la economía real.

Posibles situaciones o escenarios se pueden dar:

- La inflación se encuentra por debajo de la inflación objetivo del banco central o la producción es inferior a la producción potencial (output-gap negativo). Para solventar esta situación el banco central deberá realizar una bajada del tipo de interés nominal con la pretensión de estimular la economía.
- Cuando la inflación es superior al objetivo del banco central o la producción es superior a la potencial (output-gap positivo). El banco central buscará “enfriar” la economía mediante un incremento del tipo de interés nominal.
- El resto de situaciones tendrán un desenlace diferente en función de cual sea la principal preocupación del banco central. En el caso del BCE como ya hemos reflejado anteriormente su principal objetivo es la estabilidad de precios y por tanto ésta primará sobre la producción.

El valor de los parámetros β y γ muestra cual es el peso que otorga el banco central a la inflación o a la actividad económica. Taylor en su estudio inicial en el año 1993 supuso que el valor de ambos parámetros era de 0,5, es decir, tenían la misma importancia para el banco central. Se tiene que destacar que actualmente el valor considerado para β es mayor a la unidad, esto es algo que se conoce como principio de Taylor. La razón de que esto sea así es que el banco central debe actuar frente a las presiones inflacionistas para lograr su objetivo principal, la estabilidad de precios en el caso del Banco Central Europeo.

Además de las críticas a las que se ven sometidas todas las reglas sencillas, la regla de Taylor es criticada por los siguientes motivos:

- El tipo de interés real de equilibrio es una variable no observable, como no se conoce concretamente su valor se supone que es de un 2%.
- Se debe de tener claro cómo se llevará a cabo correctamente la medición de la inflación, si se empleará el IPAC, el IPC, etc. Puesto que estas variables evolucionan de una forma muy similar en el medio y largo plazo, pero no es así en el corto plazo donde pueden aparecer diferencias significativas para la toma de decisiones de política monetaria.
- El producto potencial al igual que el tipo de interés real de equilibrio es una variable no observable, existen diferentes técnicas o métodos para estimar esta variable.

Se ha realizado un estudio empírico sobre la regla de Taylor por la sencillez de la misma. Para ello se ha elaborado la regla para el Banco Central Europeo (BCE) y se ha comparado con su tipo de interés oficial. También se ha elaborado la regla de Taylor para la Reserva Federal (FED) y se ha comparado con su tipo de interés oficial. El euro y el dólar son las divisas más importantes a nivel mundial, por tanto la política monetaria aplicada por el BCE y la FED tienen una gran influencia en el desarrollo de la economía mundial. La evolución del tipo de cambio entre el euro y el dólar es una pieza importante en la evolución de los precios de la Zona Euro. Por ello, la relación existente entre el euro y el dólar, condicionada por la política monetaria aplicada por sus respectivos bancos

centrales, tiene un papel destacado en la transmisión de la política monetaria del BCE y en la búsqueda de la estabilidad de precios por parte del mismo.

Este estudio además de mostrar la evolución temporal de los distintos tipos de interés permite comparar las dos reglas de Taylor y cómo es la evolución de las mismas respecto al tipo de interés oficial de los bancos centrales, algo fundamental para no caer en la simplicidad en el análisis.

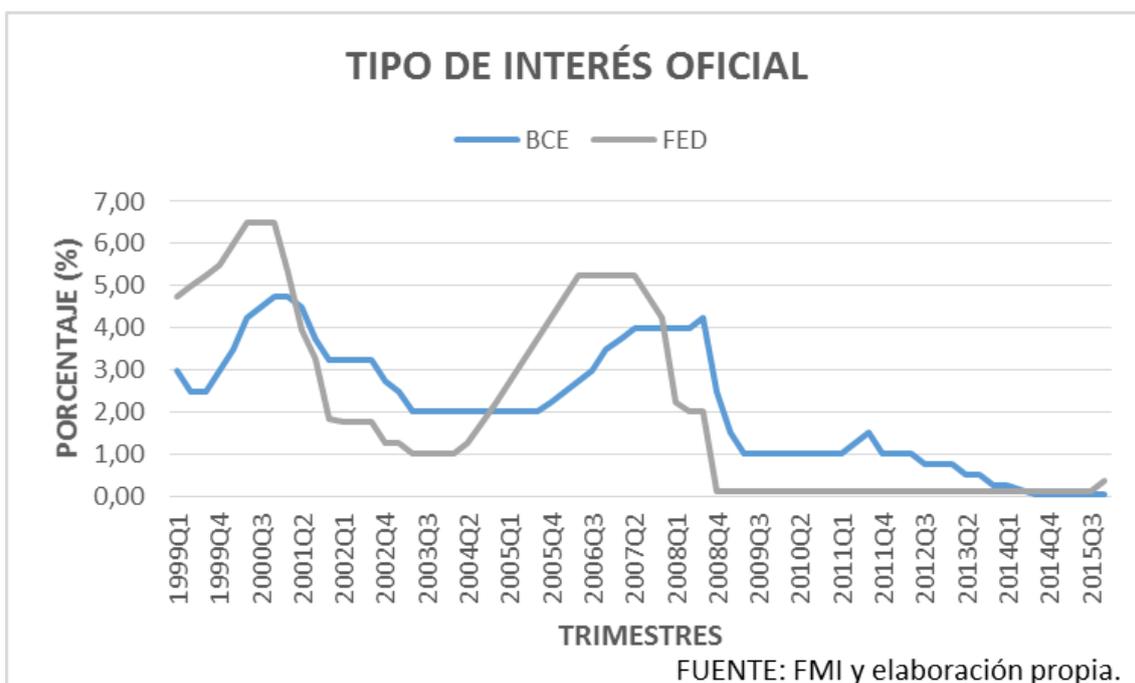
Para ello, se ha extraído: de Eurostat el índice de precios de consumo armonizado (IPCA) para la Zona Euro y el IPC para EEUU, de la OCDE el PIB desestacionalizado y finalmente del FMI el tipo de interés oficial de los bancos centrales.

Se ha supuesto que tanto la inflación objetivo de los bancos centrales como el tipo de interés real de equilibrio son del 2%. Para el cálculo del PIB potencial se ha empleado el filtro de Hodrick-Prescott que se encuentra en Eviews, por la sencillez de este método frente a los otros métodos de estimación. En la elaboración de la regla se han empleado series de datos trimestrales desde el año 1999, momento en el que la política monetaria comenzó a ser ejecutada de forma única por parte del BCE, hasta el año 2015.

También se ha analizado el valor del parámetro β , suponiendo un valor de 0,5 como hizo Taylor originalmente, de 1 y de 1,5 como se considera en la actualidad.

En el siguiente gráfico se encuentra representada la evolución de los distintos tipos de interés oficiales de los bancos centrales que vamos a comparar. La serie temporal comienza en el año 1999, ya que es el año en el que se produce la creación del BCE. Se puede apreciar como siguen una evolución similar, es destacable el año 2001 en el que se produce una bajada de los tipos debido a la crisis de las “punto com” sobre todo en EEUU y como en los años 2007 y 2008 se produce la bajada de los tipos de interés para hacer frente a la crisis financiera; siendo esta bajada mucho más rápida y brusca por parte de la FED, ya que el BCE realizó bajadas más suaves hasta situarse cerca del 0% en la actualidad.

Gráfico 6.1. Tipos de interés del BCE y la FED.



➤ Regla de Taylor para el BCE:

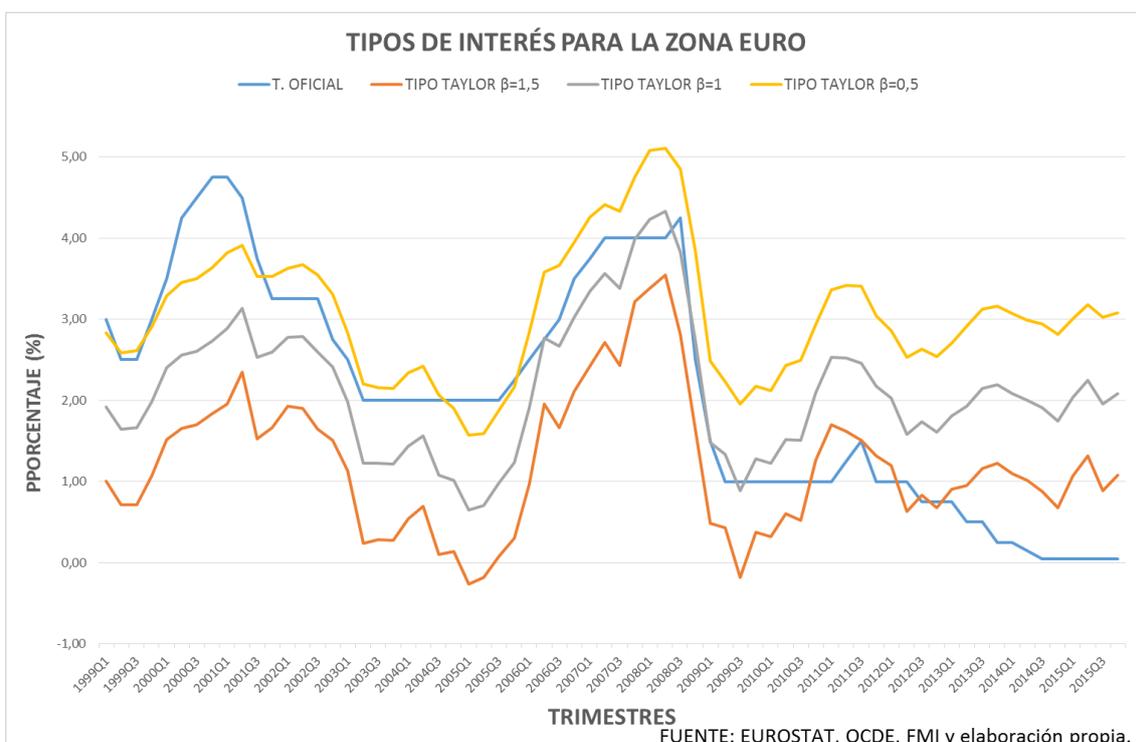
En el siguiente gráfico se muestra el tipo de interés oficial del BCE y el tipo de interés nominal resultante de aplicar la regla de Taylor explicada anteriormente.

Como se puede observar, el tipo de interés nominal resultante de la regla de Taylor que mejor se adapta o que evoluciona de forma más similar al tipo de interés oficial desde el primer trimestre de 1999 hasta el primer trimestre de 2006 es el que se obtiene de la regla que tiene el parámetro $\beta=0,5$ que es la regla de Taylor original en la que $\beta= \gamma =0,5$, dónde la inflación y la producción tenían la misma importancia para el banco central. A partir de este trimestre hasta el año 2010 el tipo de interés nominal que se obtiene de la regla de Taylor que evoluciona de forma más parecida al tipo de interés oficial es en la que $\beta=1$ y a partir de este año el que más se parece al tipo de interés oficial es el que se obtiene de la regla en la que $\beta=1,5$ aunque presenta mayor divergencia que en los casos anteriores.

Por tanto, podemos determinar que aunque la evolución temporal de la regla de Taylor sea similar al tipo de interés oficial del BCE para la mayor parte del

período es a partir del año 2010 cuando empiezan a mostrarse diferencias importantes, sobre todo, desde el año 2013 cuando la tendencia del tipo de interés oficial y de la regla de Taylor son inversas.

Gráfico 6.2. Tipos de interés BCE.

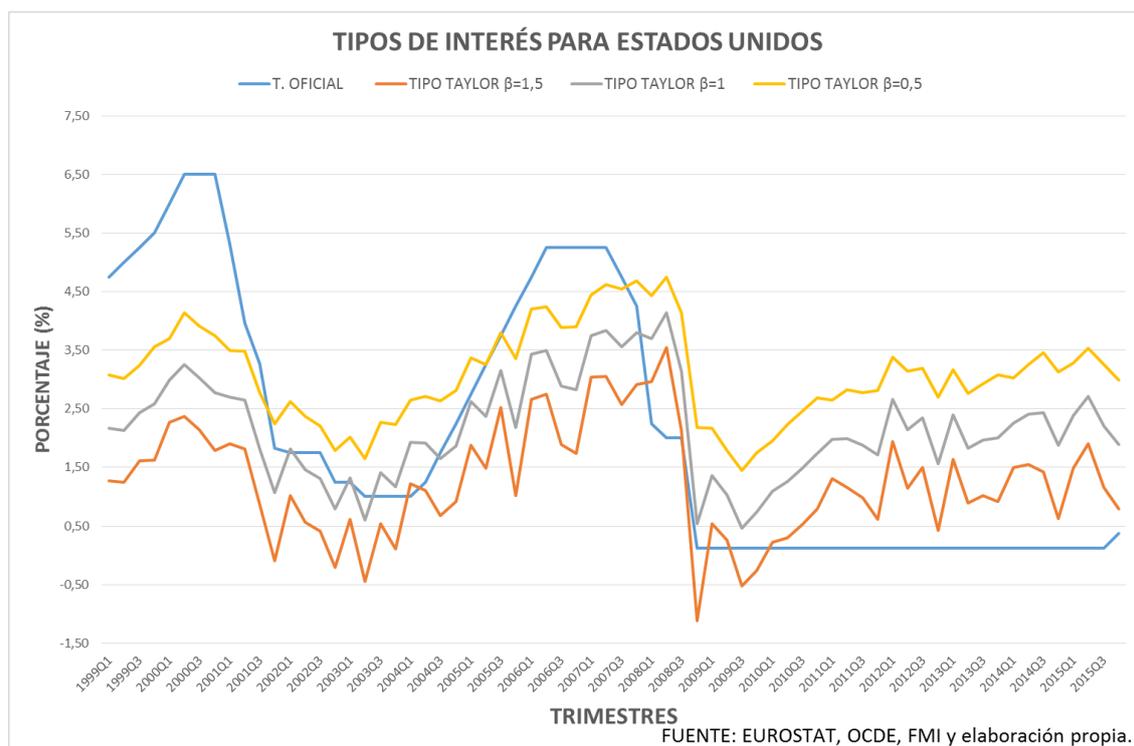


➤ Regla de Taylor para la FED

Para la FED son el tipo de interés nominal de la regla de Taylor original y en la que $\beta=1$ los que evolucionan de una forma más similar al tipo de interés oficial hasta el año 2008, concretamente el primero en los momentos alcistas y el segundo en los bajistas. Siendo el segundo el que mejor lo hace cuando se produce la bajada de tipos en el año 2008 para hacer frente a la crisis financiera.

A partir del año 2009 es el tipo interés nominal de la regla de Taylor en la que $\beta=1,5$ el más parecido al oficial, aunque muestra diferencias significativas. Como en el caso del BCE, la FED fija los tipos de interés en niveles muy próximos al 0% para hacer frente a la crisis financiera, actuando de forma contraria a lo que indicaría la regla de Taylor, ya que ésta se sitúa en unos valores bastante superiores al tipo de interés oficial.

Gráfico 6.3. Tipos de interés de la FED.



6.2. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

De este estudio se puede concluir que la regla de Taylor aunque presenta una evolución dentada porque recoge las variaciones que se producen en la inflación y en la producción del país objeto de estudio evoluciona de una forma similar a su tipo de interés oficial, aunque hay momentos en los que muestra diferencias significativas.

En los tres gráficos el tipo de Taylor en el que β es igual a 0,5 es más elevado que en el que $\beta=1$ y éste a su vez mayor que en el que $\beta=1,5$. Esto nos pone de relieve la importancia que tiene en la regla de Taylor el valor que damos a este parámetro. Cuanto mayor es el parámetro la regla presenta unos cambios más bruscos, en cambio, cuando el parámetro es más pequeño la evolución temporal de la regla es más suave. Por tanto, aunque a simple vista pueda parecer que es la misma regla pero desplazada esto no es así.

Como hemos ido describiendo anteriormente cada tipo Taylor se ajusta mejor o peor al tipo de interés oficial en función de la etapa en la que se encuentre. Si es una etapa de expansión en la que los tipos de interés son altos es la regla de Taylor con un valor para β de 0,5 la que mejor se adapta. A finales

del año 2007 y principios del año 2008, cuando se produce la bajada de tipos oficiales para hacer frente a la crisis financiera, es la regla en la que $\beta=1$ la que presenta una evolución prácticamente idéntica o más similar. Y finalmente, en las etapas de recesión donde los tipos de interés de los bancos centrales son bajos la regla de Taylor más parecida es en la que $\beta=1,5$, aunque hay que destacar que es en esta etapa de recesión donde la regla de Taylor presenta mayores divergencias respecto al tipo de interés oficial. Por ello, podemos determinar que el valor de este parámetro cambia en función de la etapa del ciclo económico en la que se encuentre.

Respecto del valor de γ hay que decir que cuanto mayor sea éste mayor será la amplitud de las curvas del tipo Taylor, alcanzando por tanto unos tipos de interés más extremos tanto en épocas expansivas como recesivas.

Con el estudio de esta regla monetaria se ha comprobado que en un contexto estable o de crecimiento la evolución temporal del tipo de interés nominal resultante de la regla es similar a los tipos de interés oficiales fijados por los bancos centrales. Que éste tipo de interés fruto de la regla evoluciona de forma muy parecida a los tipos de interés oficiales de los bancos centrales en el momento de su bajada para hacer frente a la crisis financiera internacional. Es a partir de este momento, del año 2009, cuando empieza a ser un problema, ya que en el contexto de crisis los bancos centrales no sólo realizan la bajada de los tipos de interés si no que la mantienen en su intento de estimular la economía y, en cambio, el tipo de interés Taylor tiene una evolución más volátil. Por tanto, se puede determinar que la política monetaria del BCE ante la crisis financiera no se ha llevado a cabo siguiendo una regla monetaria como la de Taylor.

Seguir de forma estricta una regla monetaria de este estilo no sería prudente, los bancos centrales estarían “atándose las manos” y reduciendo su capacidad de actuación frente a una crisis económica, algo que agravaría la magnitud del problema.

Por ello, es evidente que no estar sujeto a reglas y poder actuar discrecionalmente es algo positivo en la resolución de situaciones delicadas a las que se tienen que enfrentar los bancos centrales.

7. CONCLUSIONES

Finalmente, de este trabajo se pueden extraer las siguientes conclusiones:

1. El BCE ha conseguido mantener la estabilidad de precios en la Zona Euro, a pesar de diversas perturbaciones adversas y sobre todo de la grave crisis que vivimos desde que se produjo la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Supo mantener su credibilidad en el cumplimiento de su mandato acerca de mantener la estabilidad de precios al aplicar una política monetaria sólida y solvente, con ello consiguió aumentar la credibilidad de los mercados y de la opinión pública en la propia institución y en el Euro.
2. El enfoque basado en los análisis económico y monetario empleado por el BCE para evaluar y contrastar la información relevante para la consecución de la estabilidad de precios le permite obtener información desde diferentes perspectivas, algo que es importante para no caer en la simplicidad y, por tanto, reducir la probabilidad de cometer un error en la ejecución de la política monetaria.
3. Los tipos de interés oficiales del BCE tienen gran importancia, ya que influyen en los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y estos a su vez en el gasto de los diferentes agentes económicos que acaba determinando finalmente el nivel de precios.
4. Las medidas no convencionales llevadas a cabo por el BCE han sido eficaces, puesto que consiguieron evitar el colapso financiero, sostener la recuperación en los países de la Zona Euro y mantener la estabilidad de precios.
5. La discrecionalidad en la toma de decisiones por parte del BCE le ha permitido tomar las medidas adecuadas para hacer frente a las diferentes perturbaciones que se han ido produciendo a lo largo del tiempo. Esta percepción por parte de los distintos agentes económicos se ha visto reflejada en el aumento de la credibilidad de los mismos en el BCE.

6. Si fracasa la UEM no será culpa del BCE. Ya que éste no sólo ha contribuido a la realización de los objetivos de la Unión y ha cumplido su objetivo principal desde su puesta en funcionamiento, sino que ha sido quién ha mantenido la credibilidad en el proyecto europeo y en el euro en sus momentos más débiles.

BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, J. M. (2013):“Política económica y monetaria” en A. Calonge: “Políticas comunitarias bases jurídicas”. Editorial: Tirant lo blanch pp. 381-395.
- BCE (2001) Boletín mensual, octubre.
- BCE (2006): “Historia, misión y funciones”.
- BCE (2008): “10º aniversario del BCE”, Boletín Mensual.
- BCE (2011): “La política monetaria del BCE”.
- BCE (2014): Informe Anual.
- BCE (2015): Informe Anual.
- BCE (2016): Informe Anual.
- BE (2011): “La gobernanza económica en la UEM”, Boletín Mensual del Banco de España, enero.
- BdE (2012): “El nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE”, Boletín Mensual del Banco de España, marzo.
- BdE (2012): “El informe anual de crecimiento 2012 y el Semestre Europeo: nuevos mecanismos y prioridades de la política económica de la UE”, Boletín mensual del Banco de España, enero.
- BdE (2013). “Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de crisis”, Boletín económico del Banco de España, enero.
- BdE (2013): “El uso de la orientación de expectativas o *forward guidance*”. Boletín económico del Banco de España, diciembre.
- BdE (2014): “Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión”.
- Daniel Gros (2015): “The QE placebo”.
- Daniel Gros (2015): “Countries under adjustment programmes: what role for the ECB?”
- Henrik Jensen and Morten Aastrup (2010): “*What drives the european central bank's interest-rate changes?*”.
- John B. Taylor (1993): “Discretion versus policy rules in practice”.
- John B. Taylor (1999): “The robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European central bank.”
- John B. Taylor (2007): “The explanatory power of monetary policy rules”.

- Protocolo sobre los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.
- Steven Blockmans (2017): “Regroup and Reform: Ideas for a more responsive and effective European Union”.
- Thomas A. Lubik and Massimiliano Marzo (2007): “*An inventory of simple monetary policy rules in a New Keynesian macroeconomic model.*”
- Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea.
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.