



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO
DE SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

ANÁLISIS DE LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA EN LA UE

Presentado por Laura Gil Gil

Tutelado por: Carmelo García Sánchez

Soria, Julio 2015

CET

FACULTAD de CIENCIAS EMPRESARIALES y del TRABAJO de SORIA

CET

ÍNDICE

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....3

CAPÍTULO 1

Marco institucional de la política monetaria en la UE

1.1. Antecedentes de la unión económica y monetaria.....9

 1.1.1. Primera fase de la unión económica y monetaria.....14

 1.1.2. Segunda fase de la unión económica y monetaria.....16

 1.1.3. Tercera fase de la unión económica y monetaria.....18

1.2. Instituciones de la unión económica y monetaria.....21

 1.2.1. Sistema Europeo de Bancos Centrales.....21

 1.2.2. Eurosistema.....22

 1.2.3. Banco Central Europeo.....23

 1.2.3.1. Órganos rectores del Banco Central Europeo.....24

CAPÍTULO 2

La política monetaria europea 1999-2007

2.1. Instrumentos convencionales de política monetaria.....29

 2.1.1. Operaciones de mercado abierto.....29

 2.1.1.1. Categoría de operaciones.....30

 2.1.1.1.1. Operaciones principales de financiación.....31

 2.1.1.1.2. Operaciones de financiación a plazo más largo.....32

 2.1.1.1.3. Operaciones de ajuste.....32

Índice

2.1.1.1.4. Operaciones estructurales.....	33
2.1.1.2. Tipos de instrumentos.....	33
2.1.1.2.1. Operaciones simples.....	33
2.1.1.2.2. Operaciones temporales.....	33
2.1.1.2.3. Swaps de divisas.....	34
2.1.1.2.4. Emisión de certificados de deuda del BCE.....	34
2.1.1.2.5. Captación de depósito a plazo fijo.....	35
2.1.2. Facilidades permanentes.....	35
2.1.3. Reservas Mínimas.....	37
2.1.4. Los activos de garantía.....	38
2.1.5. Entidades de contrapartida.....	40
2.2. Desarrollo de los instrumentos de política monetaria.....	41

CAPÍTULO 3

La política monetaria europea 2008-2015

3.1 Instrumentos y medidas no convencionales de política monetaria.....	55
3.1.1 Adelantar la provisión de liquidez.....	56
3.1.2 OFPML complementarias.....	56
3.1.3 Operaciones ligadas a las operaciones de financiación a plazo en dólares.....	56
3.1.4 Subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.....	57
3.1.5 Operaciones complementarias de inyección de liquidez en francos suizos.....	58
3.1.6 Ampliación de la lista de activos de garantía.....	58
3.1.7 Programa de adquisición de bonos garantizados.....	58
3.1.8 Programa para los mercados de valores.....	59
3.1.9 Operaciones monetarias de compraventa.....	59

3.1.10 Opción de reembolso.....	60
3.1.11 Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivos específicos.....	60
3.1.12 Programa de bonos de titulación de activos.....	61
3.1.13 Programa de compras del sector público.....	62
3.2 Desarrollo de la instrumentación de la política monetaria.....	63

CAPÍTULO 4

CONCLUSIONES

4.1 Conclusiones.....	79
4.2 Valoración personal.....	81
BIBLIOGRAFÍA.....	85

ANEXOS

ANEXO I: Evolución de los tipos de interés de las OPF.....	93
ANEXO II: Evolución de los tipos de interés de las OFPML.....	99
ANEXO III: Evolución de la banda de fluctuación.....	105
ANEXO IV: Calendario del periodo de mantenimiento 2014.....	111

CET

ÍNDICE DE TABLAS, GRÁFICOS Y FIGURAS

ÍNDICE DE TABLAS, GRÁFICOS Y FIGURAS

CAPÍTULO 1

Marco Institucional de la Política Monetaria de la UE

TABLAS:

Tabla 1.1 Ponderación de las monedas del ecu en 1989.....	11
Tabla 1.2 Incorporación de los países al mecanismo de tipo de cambio.....	12
Tabla 1.3 Criterios de convergencia.....	16
Tabla 1.4 Compromiso del PEC.....	17
Tabla 1.5 Tipos de cambio irrevocables a 1 de enero 1999.....	19

GRÁFICOS:

Gráfico 1.1 Convergencia de inflación.....	15
--	----

FIGURAS:

Figura 1.1 Cronograma de la creación de la UME.....	13
Figura 1.2 Países de la zona euro a 1 de enero de 2015.....	20
Figura 1.3 Órganos rectores del BCE.....	24

CAPÍTULO 2

La política monetaria europea 1999-2007

TABLAS:

Tabla 2.1 Operaciones de política monetaria del Eurosistema.....	30
Tabla 2.2 Operaciones de política monetaria del Eurosistema.....	35
Tabla 2.3 Requisitos de los activos de garantía.....	39

Índice de tablas, gráficos y figuras

Tabla 2.4 Evolución de las OPF 1999-2007.....	44
Tabla 2.5 Evolución de las OFPML 1999-2007.....	45
Tabla 2.6 Evolución de las operaciones de ajuste 1999-2007.....	48
Tabla 2.7 Evolución de las operaciones estructurales 1999-2007.....	48
Tabla 2.8 Evolución de las facilidades de crédito 1999-2007.....	49
Tabla 2.9 Evolución de las facilidades de depósito 1999-2007.....	49
Tabla 2.10 Evolución del sistema de reservas mínimas 1999-2007.....	50

GRÁFICOS:

Gráfica 2.1 Comparación entre el tipo aplicado a las OPF y las OFMLP entre 1999 y 2007.....	32
Gráfico 2.2 Evolución de los tipos de interés oficiales del BCE.....	37
Gráfico 2.3: Evolución de la inflación medida por el IAPC.....	42
Gráfico 2.4: Evolución de los tipos EONIA en 2004.....	46

CAPÍTULO 3

La política monetaria europea 2008-2015

TABLAS:

Tabla 3.1 Evolución de las OPF entre 2008 y 2014.....	68
Tabla 3.2 Evolución de las OFPML regulares 2008 y 2014.....	69
Tabla 3.3 Evolución de las OFPML con plazo especial entre 2008 y 2014.....	70
Tabla 3.4 Evolución de las operaciones de ajuste entre 2008 y 2014.....	71
Tabla 3.5 Evolución de las facilidades de crédito entre 2008 y 2014.....	72

Índice de tablas, gráficos y figuras

Tabla 3.6 Evolución de las facilidades de depósito entre 2008 y 2014.....73

Tabla 3.7 Evolución del sistema de reservas mínimo entre 2008 y 2014.....73

GRÁFICOS:

Gráfico 3.1: Cronología de las principales medidas no convencionales 2007-2011.....55

Gráfico 3.2 Saldo diario en las facilidades de depósito.....57

Gráfico 3.3 Evolución de la tasa de inflación.....66

Gráfico 3.4 Operaciones de inyección y de absorción de liquidez realizadas por el Eurosistema desde 2007.....67

CET

SIGLAS UTILIZADAS

SIGLAS UTILIZADAS

ABS	Bonos de Titulación de Activos.
APC	Índice Armonizado de Precios de Consumo.
AT	Austria.
AUE	Acta Única Europea.
BCE	Banco Central Europeo.
BCNs	Bancos Centrales Nacionales.
BE	Bélgica.
BEI	Banco Europeo de Inversiones.
CBPP	Programa de Adquisición de Bonos Garantizados.
CBPP2	Segundo Programa de Adquisición de Bonos Garantizados.
CBPP3	Tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados.
CE	Comisión Europea.
CEE	Comunidad Económica Europea.
DE	Alemania.
DK	Dinamarca.
ECAF	Sistema de Evaluación del Crédito del Eurosistema.
Ecu	European Currency Unit.
EEE	Espacio Económico Europeo.
EFSF	Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.
EL	Grecia.

Siglas utilizadas

ES	España.
ESM	Programa de Facilidad Europea de Estabilización Financiera/el Mecanismo Europeo de Estabilidad.
Euratom	Comunidad Europea de la energía atómica.
FECOM	Fondo Europeo de Cooperación Monetario.
FI	Finlandia.
FMI	Fondo Monetario Internacional.
FR	Francia.
ICO	Instituto de Crédito Oficial.
IE	Irlanda.
IME	Instituto Monetario Europeo.
IPC	Índice de Precios al Consumo.
IT	Italia.
LU	Luxemburgo.
MTC I	Mecanismo de Tipos de Cambio fijos.
MTC II	nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio.
NL	Holanda.
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.
TUE	Tratado de la Unión Europea.
UE	Unión Europea.
UME	Unión Económica y Monetaria.
UK	Reino Unido.

CET

ÍNTRODUCCIÓN

“Un optimista ve una oportunidad en toda calamidad, un pesimista ve una calamidad en toda oportunidad” (CHURCHILL W.)

Con el Tratado de Roma en 1958 los países participantes buscaban crear un mercado único, para lo que era necesario establecer una política monetaria y económica común. Ésta entra en funcionamiento en 1999 con una serie de instrumentos que buscaban como objetivo prioritario la estabilidad de precio en la zona euro. Las herramientas encargadas de conseguir el objetivo se fueron utilizando de forma eficiente hasta que a mediados de 2007 estalló una crisis financiera, primero en EE.UU. y después en el resto de mundo poniendo en serias dificultades la unión económica y monetaria.

La crisis, también denominada “crisis de las hipotecas subprime” produjo desconfianza crediticia y aumentó la deuda, tanto pública como privada de todos los países de la Unión Europea (en adelante UE). El Banco Central Europeo (institución encargada de la política monetaria) se vio obligado a instaurar nuevas medidas relacionadas con el aumento de liquidez y la variación de los tipos de interés.

Dichas medidas fueron calificadas como no convencionales debido a su carácter temporal y se adoptaron con el único objetivo de restablecer la situación de estabilidad. Se comenzaron a poner en marcha días después del inicio de la crisis y aunque algunas de ellas ya han desaparecido se están creando otras como consecuencia de la nueva crisis que se vive desde 2010.

En este año estalla una nueva crisis en Europa, la crisis de la deuda soberana como consecuencia de la elevación del endeudamiento por parte de la mayoría de los países de la zona euro generando un déficit fiscal en Grecia, Portugal, Irlanda, Italia entre otros. Este hecho volvió a obligar al Banco Central Europeo ha adoptar de nuevo medidas no convencionales para, cómo se llevaba haciendo desde 1999, cumplir con el objetivo de la UE. Actualmente se continúan incorporando medidas tanto a corto como a largo plazo para estabilizar el mercado.

Por tanto serán estas medidas, tanto convencionales como no convencionales, las encargadas de controlar los tipos de interés y el dinero en circulación, lo que determina la estabilidad de los precios, la eficiencia de la

Introducción

política financiera y en definitiva el mercado monetario de los países que conforman la unión.

Este es por el hecho que he determinado realizar el trabajo sobre las medidas de política monetaria, ya que con ellas se controla el mercado monetario (parte muy importante del mercado financiero) y la economía en general, asimismo afecta de forma indirecta a aspectos sociales, medioambientales...

Además desde que comencé mis estudios me ha resultado especialmente interesante todo lo relacionado con las finanzas, es por lo que realice las optativas de este ámbito y las prácticas en una caja de ahorros.

Los objetivos que me planteé a la hora de llevar a cabo este trabajo fueron:

- ✚ Conocer los pasos que se habían llevado a cabo hasta la unión económica y monetaria que hay actualmente en la UE.
- ✚ Entender cómo se estructura la UE en el ámbito económico y quién y cómo se toman las decisiones.
- ✚ Estudiar cuales eran las medidas de control del mercado monetario, para saber de qué forma se controla la economía de los países pertenecientes a la eurozona, diferenciando entre las tomadas antes y después de la crisis.
- ✚ Analizar si estas medidas están siendo suficientes para hacer frente a la situación y si además son las más convenientes con las circunstancias vividas.

Para cumplir mis propósitos he realizado un análisis empírico para el que, una vez determinado los objetivos a alcanzar llevar a cabo una revisión literaria y una recopilación de datos, sacados principalmente del Banco Central Europeo.

Esta metodología me ha llevado a dividir mi trabajo en cuatro capítulos. En el primero se realiza una evolución, dividida en tres fases, de la unión económica y monetaria desde sus inicios en 1958 hasta la actualidad. En ella se recoge tanto los principales tratados como los pasos más importantes para llegar a día de hoy. En la segunda parte de este capítulo se recoge un análisis de las instituciones que forman parte de esta unión con sus funciones principales y su formación.

Los dos siguientes capítulos tienen la misma estructura y se dividen en dos epígrafes principales.

El segundo capítulo comienza con el objetivo principal que se persigue desde las instituciones de la UE, la estabilidad de precios. A partir de esta idea se analizan las medidas convencionales que estas instituciones de la UE

utilizan para llevar a cabo una política monetaria eficiente, diferenciando entre las tres medidas que se utilizan y los instrumentos encargados de ponerlas en marcha. También se recogen tanto los activos que se pueden utilizar en las herramientas como las entidades que tienen la capacidad de participar. En la segunda parte del capítulo se realiza un análisis de cómo se han ido llevando a cabo las medidas convencionales entre 1999 y 2007 y cómo las variaciones de estas han afectado a los tipos de interés.

En el tercer capítulo, en primer lugar se analizan las medidas no convencionales que el Banco Central Europeo ha llevado a cabo desde que a medidas de 2007 estallara la crisis económica. En el segundo apartado se examina la evolución de todas las medidas que se llevaron a cabo entre 2008 y comienzos de 2015, así como una evolución tanto de la variación de los tipos de interés, como los principales acontecimientos. En este caso se analizan las medidas convencionales y no convencionales que se realizan en este periodo.

El último capítulo del trabajo recoge las conclusiones extraídas del análisis de estas medidas, así como una valoración personal de si se han cumplido los objetivos marcados antes de iniciar el trabajo.

CET

Capítulo 1:

Marco Institucional de la política
monetaria

La Unión Económica y Monetaria que tenemos actualmente en Europa ha sido fruto de un largo camino que recorreremos.

En este capítulo recordaremos las principales fechas, así como los tratados, cumbres e instituciones que nos han llevado a la actual unión.

Además analizaremos las principales instituciones que se encargan del funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria, explicando tanto sus objetivos como funcionamiento u órganos correspondientes.

1.1 Antecedentes de la Unión Económica y Monetaria

El Tratado de Roma¹, entró en vigor el 1 de enero de 1958, es considerado el punto de inicio hacia la Unión Económica y Monetaria (en adelante UME). Los países participantes estaban *“decididos a asegurar, mediante una acción común, el progreso económico y social de sus respectivos países, eliminando las barreras que dividen Europa”* (Preámbulo, Tratado CEE). En este periodo la organización monetaria internacional se guiaba por el Sistema Bretton Wood² con tipos de cambio fijos ajustables.

No fue hasta 1962, cuando la Comisión Europea³ presentó su propuesta para una unión económica y monetaria. El Memorandum Marjolin quería iniciar una integración monetaria entre los países de la CEE basada en tipos de cambio fijos irrevocables entre sus Estados (muy similar al Sistema Bretton Wood). Este planteamiento fue rechazado debido a que el sistema actual funcionaba de forma eficiente.

En 1964 se creó el Comité de Gobernadores de bancos centrales de los Estados miembros de la CEE, llamado también Comité de Gobernadores. En un principio no tuvo demasiada relevancia, pero con el paso del tiempo se convirtió en el eje de la cooperación monetaria entre la CEE y los bancos centrales. Este Comité se encargó de elaborar y gestionar el marco cooperativo monetario y ayudó a instrumentar la tercera fase de la UME.

A finales de los sesenta EE.UU comenzó a tener problemas económicos debido a su política exterior y fiscal⁴. El país entro en déficit fiscal originando problemas en las principales monedas⁵ de la CEE. La crisis estallo a nivel mundial en 1971 con la no convertibilidad del dólar en oro y la variación de los

¹ Tratado celebrado en Roma el 25 de marzo de 1957 que daba existencia a la Comunidad Económica Europea (en adelante CEE) y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (en adelante Euratom). Fue firmado por Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Italia, Alemania Federa y Francia.

² Sistema que funcionó entre 1948 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 con una fluctuación del 1%.

³ Formada por un miembro de cada país de los pertenecientes la Unión Europea. Toman decisiones legislativas, presupuestarias y acuerdos con otros países. Su actual presidente es Jean-Claude Juncker.

⁴ Por el aumento del gasto público, debido principalmente a los costes de la guerra de Vietnam

⁵ El franco francés se depreció 11,1% respecto al dólar y el marco alemán se apreció un 9,3%.

Capítulo 1

tipos de cambio a tipo flexible. La crisis internacional obligó a tomar medidas para cambiar la situación y llevar a cabo el objetivo de establecer una cooperación monetaria en Europa.

Las primeras medidas llegaron con el Plan Barre, elaborado en 1969 por el primer ministro francés Raymond Barre. El programa proponía una integración económica y monetaria, basada en la idea de crear una moneda única para toda la comunidad. Este plan fue debatido en la cumbre de La Haya en diciembre de ese mismo año.

En dicha conferencia, los jefes de Estado o Gobierno constituyeron un grupo de trabajo presidido por Pierre Werner, Primer ministro de Luxemburgo. El plan, denominado Informe Werner proponía la realización de una unión económica y monetaria en tres fases hasta acabar con la moneda única en 1980.

“Una unión monetaria implica en el interior la convertibilidad total e irreversible de las monedas, la eliminación de los márgenes de fluctuación de los tipos de cambio, la fijación irrevocable de las relaciones de paridad y la liberación total de los movimientos de capital” (Navarrete, 2007: 146)⁶.

La primera fase comenzó en abril de 1972, cuando se decidió crear un sistema comunitario para disminuir los márgenes de fluctuación de los tipos de cambio entre las monedas de los países de la CEE. El sistema se denominó Serpiente Monetaria⁷ y acabó convirtiéndose en el mecanismo de tipos de cambio entre el marco alemán y la corona danesa, quedándose fuera las demás monedas comunitarias de Holanda, Bélgica, Luxemburgo, Noruega y Suecia. Este mecanismo terminó en 1979 con la creación del Sistema Monetario Europeo.

Durante la segunda fase en 1973, se creó el Fondo Europeo de Cooperación Monetario (en adelante FECOM). El objetivo era coordinar los Bancos Centrales de la Comunidad y apoyar a la Serpiente Monetaria. Resultó ser ineficiente y dedicado tan solo a competencias de contabilidad, debido a que los Bancos Centrales no le quisieron asignar funciones importantes. Desapareció el 1 de enero de 1994 cuando fue sustituido por el Instituto Monetario Europeo (en adelante IME).

En 1974 se llevó a cabo la tercera fase. Se adoptaron decisiones para intentar conseguir un alto grado de convergencia en la Comunidad, y así mejorar la coordinación de las políticas económicas.

⁶ Cita sacada de Pierre Werner “Le point d’arrivée”, Capítulo III del Rapport au Conseil et a la Commission concernant a la realization pore tapes de l’union économique et monetaire dans la Communauté, JOCE núm.C 136 de 11 de noviembre de 1970.

⁷ Acuerdo para limitar el margen de fluctuación de las monedas en +/- 2,25%. Los límites de fluctuación máximos de cada moneda debían defenderse mediante intervenciones en dólares y en monedas comunitarias. El 19 de marzo de 1973 la serpiente comenzó a fluctuar libremente.

Marco institucional de la política monetaria

El Consejo Europeo⁸ se reunió en Bremen en julio de 1978 para crear el Sistema Monetario Europeo (en adelante SME-1)⁹. Su objetivo prioritario era conseguir una estabilidad monetaria eficaz y duradera entre todas las monedas de los países de la CEE. Para conseguir esto establecieron tipos de cambio fijos pero ajustables entre las monedas comunitarias. El SME-1 presentó tres componentes:

✚ European Currency Unit (en adelante ecu).

Unidad de cuenta que sirvió de referencia para las relaciones financieras comunitarias. El ecu era una “moneda cesta” compuesta por las monedas de los países pertenecientes al SME-1 de manera ponderada¹⁰ según su potencial económico. Las funciones que llevaba a cabo eran:

- Unidad de referencia para fijar los tipos de cambio de las monedas comunitarias.
- Medio de pago entre los bancos centrales nacionales de la Comunidad.
- Uso privado en préstamos, empréstitos...

El ecu era revisado cada cinco años, cuando se incorporaba una nueva moneda o cuando cambiaban las variables que determinaban la ponderación de un país en más de un 25%. Fue revisado en dos ocasiones, en 1984 con la entrada del dracma griego y en 1989 con la introducción de la peseta.

Tabla 1.1 Ponderación de las monedas del ecu en 1989 (tras la última revisión)

MONEDAS	PESO RELATIVO (%)
Marco alemán	30,10
Franco francés	19,00
Libra esterlina	13,00
Lira italiana	10,15
Florín holandés	9,40
Franco belga	7,60
Franco luxemburgués	0,30
Corona danesa	2,45
Libra irlandesa	1,10
Dracma griego	0,80
Peseta española	5,30
Escudo portugués	0,8

Fuente: José Luis Martín Marín, Cecilia Téllez Valle, 2014

⁸ Formado por los jefes de Estado o Gobierno de los países de la Unión Europea, el presidente del Consejo Europeo y el presidente de la Comisión. Se reúnen en Bruselas, cada trimestre, para fijar las prioridades generales de la Unión Europea. Su presidente es Donald Tusk desde el 1 de diciembre de 2014.

⁹ Se llamó SME-1, para diferenciarlo del segundo Sistema Monetario Europeo (en adelante SME-2) que se creó en 1999. Fue el sucesor de la Serpiente Monetaria.

¹⁰ En función del potencial económico de los países, que se medía en función del Producto Interior Bruto (en adelante PIB) y el volumen de comercio internacional e intracomunitario.

Capítulo 1

Consistía en la concesión de créditos a los bancos centrales de los países a corto plazo, para así tener más facilidad para intervenir en los mercados monetarios. También se encargaba de prestar apoyo financiero a países con déficit pasajero en su balanza de pagos.

Mecanismo de cambio

Se instauró un nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio fijos, pero ajustables (en adelante MTC I) en el que todas las monedas que formaban parte del SME-1 debían establecer una relación entre el tipo de cambio de su moneda y el ecu. Al conjunto de las relaciones de todas las monedas se denominó tipos centrales bilaterales.

Estos tipos debían variar de acuerdo con una banda de fluctuación fijada previamente y comprendida entre +/- 2,25% con respecto a la paridad central bilateral. Algunos países podían acogerse a una fluctuación de +/- 6% como fue el caso de la peseta española en 1989 y la libra esterlina dos años más tarde.

En caso de que la moneda de un país se depreciara vendería sus divisas y compraría su moneda, en el caso contrario (apreciación) compraría divisas y vendería su moneda, según se manifiesta en Navarrete (2014). En 1992 se decidió que la banda de fluctuación aumentara hasta el +/- 15%, dando así más flexibilidad a los tipos de cambio de las monedas.

El sistema cumplió su objetivo de conseguir una estabilidad monetaria, pero no el de integrar a las monedas de todos los países. Tanto la lira italiana como la libra esterlina salieron del mecanismo de cambio en 1992 por los ataques especulativos, aunque la primera volvió en 1996.

Tabla 1.2 Incorporación de los países al MTCI

Países	Fecha Incorporación MTC I	Abandono temporal al SME/ Reincorporación
Bélgica	13-03-1979	
Luxemburgo	13-03-1979	
Alemania	13-03-1979	
Francia	13-03-1979	
Holanda	13-03-1979	
Italia	13-03-1979	17-09-1992/ 25-11-1996
Dinamarca	13-03-1979	
Irlanda	13-03-1979	
Reino Unido	08-10-1990	17-09-1992
Grecia	16-03-1998	
España	19-06-1989	
Portugal	06-04-1992	
Austria	09-01-1995	
Finlandia	12-10-1996	

Fuente: Banco de España

Marco institucional de la política monetaria

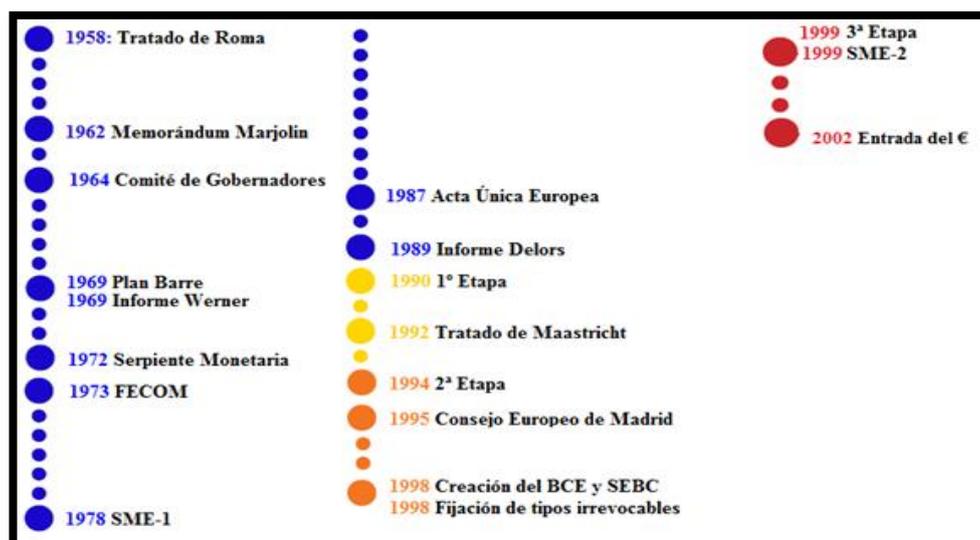
La Comunidad Europea da un paso adelante hacia el Mercado Único¹¹ con la firma del Acta Única Europea (AUE) en julio de 1987 (fecha de su entrada en vigor). Se potencia la idea de un mercado sin fronteras internas, para así instaurar vínculos más fuertes entre las economías de los países firmantes. Además tomó relevancia la idea de crear una moneda única para poder explotar el potencial del Mercado Único consiguiendo una mayor transparencia de precios, eliminar riesgos de tipo de cambio dentro del mercado y disminuir los costes de transacción.

En 1988 los doce Estados miembros que formaban parte de la CEE decidieron poner en marcha un nuevo proyecto de UME ya que el Informe Werner¹² había fallado. Para ello se reunió en Hannover el Consejo Europeo, dirigido por el presidente de la Comisión Europa Jacques Delors y los gobernadores de los Bancos Centrales Nacionales (en adelante BCNs).

Meses más tarde, el 17 de abril de 1989 en la cumbre del Consejo Europeo salía a la luz el Informe del Comité sobre la UME, denominado también Informe Delors. Este documento buscaba alcanzar la deseada unión económica y monetaria en tres fases con distintos objetivos

- ✚ Primera fase: se propuso conseguir la libre circulación de capitales entre los Estados miembros.
- ✚ En la segunda fase se crearía la estructura organizativa de la UME y serviría como fase de transición hacia la fase final.
- ✚ Tercera fase: se fijarían los tipos de interés irrevocables y se asignarían los organismos responsables de la política monetaria y económica.

Figura 1.1 Cronograma de la creación de la UME



Fuente: Elaboración Propia

¹¹ Lugar en el que personal, bienes y servicios y capitales circulen libremente.

¹² Informe redactado durante la cumbre de La Haya en 1980 y que tenía como objetivo instaurar una unión económica y monetaria en tres fases.

1.1.1. Primera fase de la UME

El 1 de julio de 1990 comienza la primera fase de la UME como se recogía en el Informe Delors. En esta fecha quedaron eliminadas las restricciones con respecto a la circulación de capital entre los Estados miembros.

El 7 de Febrero de 1992 se firmó en Maastricht el Tratado de la Unión Europea (en adelante TUE). Dicho tratado buscaba:

“Lograr el refuerzo y la convergencia de sus economías y crear una unión económica y monetaria que incluya, de conformidad con lo dispuesto en el presente Tratado y en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, una moneda estable única” (Preámbulo TUE).

Tenía marcados cinco objetivos básicos:

- ✚ Mejorar la eficiencia de las instituciones.
- ✚ Instaurar una unión económica y monetaria.
- ✚ Desarrollar una dimensión social en la Comunidad.
- ✚ Instaurar una política exterior y de seguridad común.
- ✚ Reforzar la legitimidad democrática de las instituciones.

La CEE pasó a denominarse Comisión Europea (en adelante CE) y se incluyeron nuevos capítulos de política económica y monetaria junto con un calendario para llevar a cabo los procedimientos oportunos para sentar las bases de la UME.

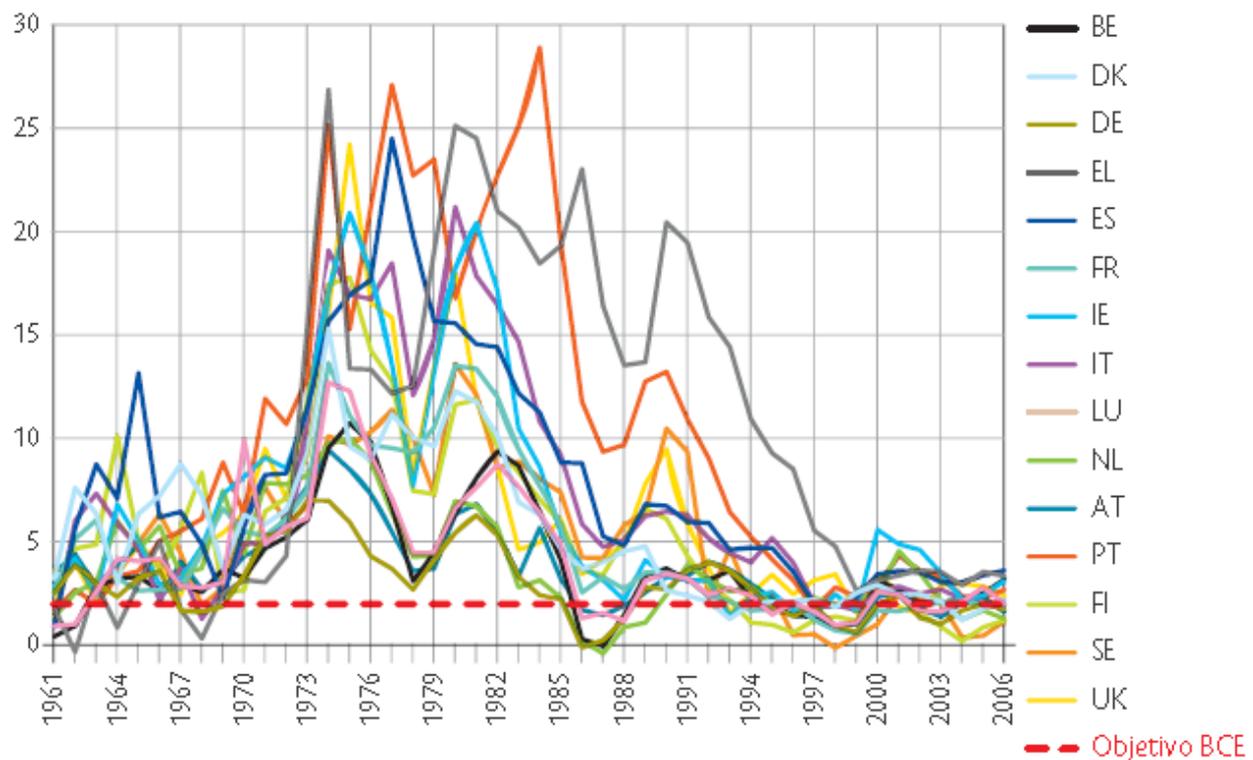
Además se determinaron unos requisitos que los países debían cumplir si querían formar parte de la tercera fase de la UME. Se denominaron “criterios de convergencia” y fueron los siguientes:

- ✚ Estabilidad de precios

Los países deberán mantener un alto grado de estabilidad de precios. Para ello su tasa de inflación durante un año antes del examen, no debía exceder en más de 1,5 % la inflación de los tres países de la unión monetaria con mejor estabilidad de precios.

Para medir la inflación de cada país se utiliza el Índice de Precios al Consumo (en adelante IPC) sobre una base comparable y teniendo en cuenta las particularidades de cada país

Gráfico 1.1 Convergencia de inflación (en aumentos % anuales)



Fuente: PDF Una Europa, Una Moneda, El camino al Euro. Comisión Europea

✚ Situación de las finanzas públicas

Para que un país cumpliera este criterio de convergencia había que analizar dos valores:

- Déficit público: la relación entre el déficit público anual y el PIB no debía superar el 3%.
- Deuda pública: la relación entre la deuda pública y el PIB no debía superar el 60% al final del ejercicio presupuestario anterior. Si no era así, esta proporción tendría que bajar lo suficiente y acercarse al nivel de referencia a un ritmo aceptable.

✚ Tipo de cambio.

El país deberá haber participado en el SME-1 durante dos años, de manera ininterrumpida, anteriores al examen de situación sin haber tenido graves tensiones. Además no debe haber devaluado (el tipo central bilateral de su moneda con respecto a la de ningún otro miembro) su moneda, durante el mismo periodo.

Capítulo 1

+ Tipo de interés

El promedio de los tipos de interés nominal a largo plazo no podían exceder en un 2% a los de los tres países en términos de estabilidad de precios durante el año anterior al examen según se manifiesta en Brunet (1999).

Este tratado no entró en vigor hasta el 1 de noviembre de 1993.

Tabla 1.3 Criterios de convergencia

INFLACIÓN	Inferior al 1,5% de la media de los tres países con menor inflación
DÉFICIT PÚBLICO	Inferior al 3% del PIB
DEUDA PÚBLICA	Inferior al 60% del PIB
TIPOS DE CAMBIO	Pertenecer al SME-1 durante dos años
TIPOS DE INTERÉS	Inferior al 2% de la media de los tres países con menor inflación

Fuente: Elaboración Propia con datos obtenidos del BCE

1.1.2. Segunda fase de la UME

Esta segunda fase comenzó el 1 de enero de 1994 con la creación del IME. Este organismo absorbió las funciones del FECOM y del Comité de Gobernadores, encargados de “*gestionar la intervención comunitaria de los tipos de cambio y fomentar normativa sobre las reservas de los bancos centrales de la comunidad*”. (Pecharromán, 2011: 201)

El IME sería el organismo encargado de llevar a cabo los preparativos para la tercera fase de la UME y tenía dos funciones:

- + Reforzar la cooperación entre los bancos centrales y sus políticas monetarias.
- + Llevar a cabo los trabajos preparatorios para la constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales (en adelante SEBC), la puesta en marcha de una política monetaria única e introducir, en la tercera fase, la moneda única.

Desde su creación el organismo tenía un carácter transitorio, por lo que desapareció en 1998 con la creación del Banco Central Europeo (en adelante BCE).

En diciembre de 1995 se reunió en Madrid el Consejo Europeo. En esta reunión se determinó que la tercera fase de la UME comenzaría el 1 de enero de 1999 y que la futura unidad monetaria se llamaría Euro y se introduciría al inicio de esta fase. Se elaboró un calendario para marcar el proceso de adopción de dicha moneda, propuesto por el IME, y que se componía de tres etapas:

Marco institucional de la política monetaria

- ✚ Etapa de lanzamiento de la UME, de mayo a diciembre de 1998.
- ✚ Transición hacia el euro 1999 y 2001.
- ✚ Entrada de la nueva moneda entre enero y julio de 2002.

En Diciembre de 1996 el IME presento al Consejo Europeo el informe de Resolución del Consejo Europeo. Encargo que había recibido año y medio antes para preparar las futuras relaciones monetarias y cambiarias entre el euro y el resto de monedas europeas. El informe determinaba los principios y elementos fundamentales del nuevo mecanismo de tipos de cambio (MTC II) que se puso en marcha en junio de 1997.

El MTC II se basaba en tipos centrales con respecto al euro, convirtiéndose en el centro del sistema. La banda de fluctuación la acordaron los Ministros de los Estados del euro, el BCE y los Ministros y Gobernadores de los BCNs de los países no pertenecientes al euro pero si en el MTC II, según se manifiesta en el Consejo Europeo de Dublín (1996).

En junio de 1997 se llevó a cabo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (en adelante PEC). El Consejo, los Estados y la Comisión se comprometieron a cumplir con el objetivo presupuestario de alcanzar una situación de estabilidad o superávit a medio plazo.

Tabla 1.4 Compromiso del PEC

ESTADO	CONSEJO	COMISIÓN
Hacer públicas las recomendaciones que dirige el Consejo	Considerar los plazos previstos para la aplicación del procedimiento de déficit excesivo como plazos máximos.	Ejercer el derecho de facilitar el funcionamiento riguroso, rápido y eficaz del PEC.
Adoptar medidas presupuestarias para lograr la estabilidad y convergencia	Decidir la imposición de sanciones si un Estado miembro participante no adopta las medidas necesarias para poner fin a una situación de déficit excesivo y a aplicar la gama de sanciones previstas	Elaborar un informe cuando exista un riesgo de déficit excesivo o cuando el déficit público previsto o efectivo sea superior al valor de referencia del 3 % del PIB.
Aplicar ajustes presupuestarios cuando se notifique déficit excesivo	Exponer por escrito las razones que justifiquen una decisión de no intervenir	Presentar sin demora los informes, dictámenes y recomendaciones necesarios para permitir al Consejo adoptar sus acciones rápidamente.

... Continúa

Corregir el déficit excesivo lo más rápido posible	Formular una recomendación, sobre cuya base el Consejo decidirá declarar o no la existencia de un déficit excesivo
No asumir el carácter excepcional de un déficit asociado a una baja anual del PIB de menos del 2 %, salvo si sufren una grave recesión	Presentar por escrito al Consejo las razones que justifican el por qué un déficit que supera el 3 % no es excesivo en algunos países.

Fuente: <http://europa.eu>

El 2 de mayo de 1998 el Consejo de la UE determinó que serían once los países que cumplían los criterios de convergencia y que adoptarían la moneda única durante la tercera fase de la UME. Estos países fueron Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

Fuera de la moneda única se quedaron Grecia¹³ que tan solo cumplía el requisito de formar parte de la SME-1 y Suecia que no formó parte de la tercera fase al no haber incorporado su moneda al SME-1.

Reino Unido y Dinamarca se acogieron a una cláusula de exclusión voluntaria (*Opting out*), ya que no querían formar parte de la tercera fase. Estos países podrían incorporarse en cualquier momento tras superar el examen de convergencia.

Días más tarde, el 1 de junio se reunieron los jefes de Estado o Gobierno de los once países mencionados anteriormente para crear el BCE y el SEBC. Aunque hubo que esperar hasta el comienzo de la tercera fase para que empezaran a funcionar.

1.1.3. Tercera fase de la UME

El 1 de enero de 1999 comenzó la última fase de la UME. El BCE se hizo cargo de controlar y dirigir la política monetaria de la zona.

Se instauró el euro, aunque como ya se había acordado en 1995 se llevó a cabo un periodo de transición de tres años (entre el 1 de enero de 1999 y el 31 de diciembre de 2001) en el que las monedas de los diferentes países fueron utilizadas como subdivisiones del euro.

Durante este periodo las entidades de los once Estados fueron obligadas a convertir a euros los instrumentos de renta fija negociables y a instaurar la moneda en los sistemas de pago y en las operaciones en mercados regulados.

¹³ Se le volvió a realizar un examen de convergencia en 2000, momento en el que cumplió los requisitos y pudo incorporar el euro a la vez que los otros once países.

Marco institucional de la política monetaria

El sector financiero pudo poner en marcha la moneda al comienzo de la tercera fase debido a las medidas de adopción que llevo a cabo. Estas se basaron en crear indicadores de tipos de interés para unificar el mercado como EURIBOR¹⁴ o EONIA¹⁵. Tanto el sector empresarial, como los particulares entraron en el euro de forma más gradual. No fue hasta el 1 de enero de 2002, fecha en la que las monedas nacionales dejaron de tener curso legal, cuando empezaron a operar en euros.

Con la nueva etapa también entró en funcionamiento el SME-2, en el que podían participar, de forma voluntaria, los países no pertenecientes a la UME. Este nuevo sistema instauró el MCT II con el objetivo de mantener la estabilidad entre el euro y las monedas del MCT II. Igual que en el MCT I se determinaron tipos irrevocables de cambio en relación a la moneda única, el euro. Se instauró una banda de fluctuación entorno al +/-15% en relación al euro. El mecanismo se fue modificando a medida que nuevos países de incorporaban a la UME.

Tabla 1.5 Tipos de cambio irrevocables a 1 de enero 1999

PAÍS	NOMBRE MONEDA	TIPO DE CONVERSIÓN
Alemania	Marco alemán	1,95583
Austria	Chelín austríaco	13,7603
Bélgica	Franco belga	40,3399
España	Peseta española	166,386
Finlandia	Marco finlandés	5,94573
Francia	Franco francés	6,55957
Irlanda	Libra irlandesa	0,787564
Italia	Lira italiana	1936,27
Luxemburgo	Franco luxemburgués	40,3399
Países Bajos	Florín neerlandés	2,20371
Portugal	Escudo portugués	200,482
Grecia ¹⁶	Dracma griego	340,750
Eslovenia ¹⁷	Tólar esloveno	239,640
Chipre ¹⁸	Libra chipriota	0,585274
Malta ¹⁹	Lira maltesa	0,429300
Eslovaquia ²⁰	Corona eslovaca	30,1260
Estonia ²¹	Corona estonia	15,6466
Letonia ²²	Lats letón	0,702804
Lituania ²³	Lita lituana	3,45280

Fuente: Banco de España

¹⁴ Es un indicador de referencia calculado con los datos de 26 entidades bancarias de forma diaria y utilizada para marcar en interés promedio al que las entidades prestan dinero.

¹⁵ Es un indicador de referencia en el mercado interbancario de la UE calculado mediante el índice medio del tipo del euro a un día y utilizado para gran cantidad de transacciones.

¹⁶ Su tipo de cambio se fijo el 1 de enero de 2001

¹⁷ Su tipo de cambio se fijo el 1 de enero de 2007

¹⁸ Su tipo de cambio se fijo el 1 de enero de 2008

¹⁹ Su tipo de cambio se fijo el 1 de enero de 2008

²⁰ Su tipo de cambio se fijo el 1 de enero de 2009

²¹ Su tipo de cambio se fijo el 1 de enero de 2011

²² Su tipo de cambio se fijo el 1 de enero de 2014

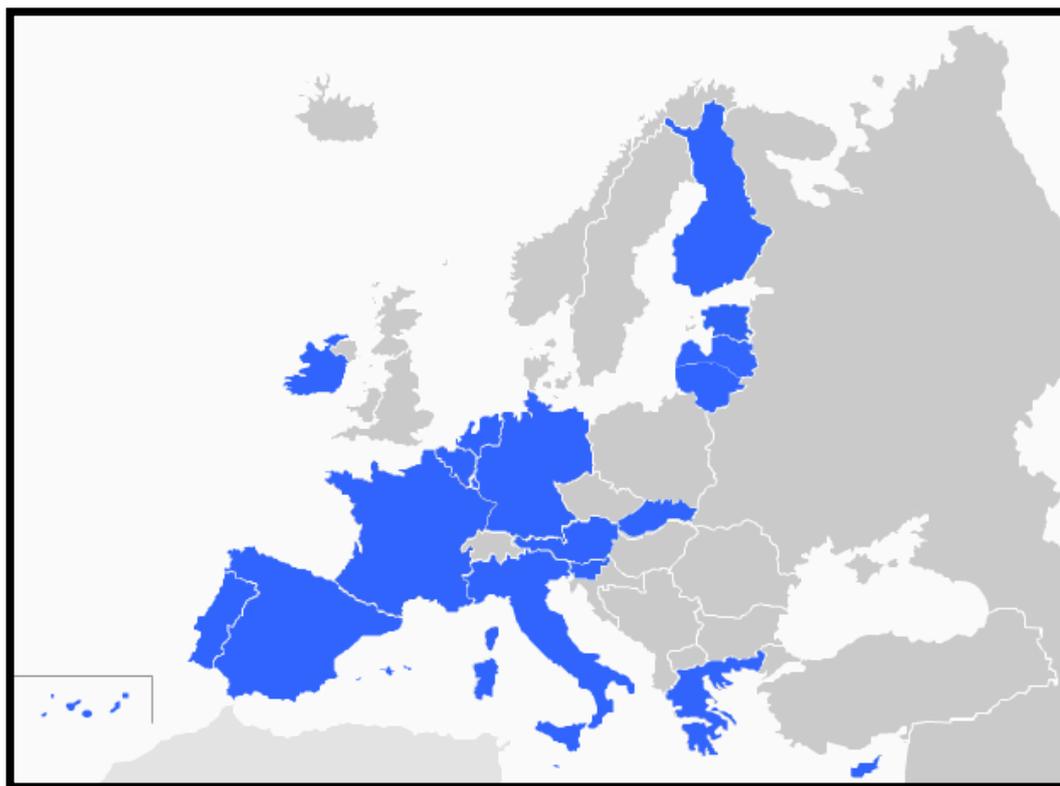
²³ Su tipo de cambio se fijo el 1 de enero de 2015

Capítulo 1

La UME pasó a estar compuesta por doce países cuando el 1 de enero de 2002, el Consejo de UE según se recoge en el artículo 122 del Tratado de la CE decidió que Grecia cumplía los criterios de convergencia y por tanto podía pasar a formar parte de la unión. A partir de esta fecha nuevos países se incorporaron y adoptaron el Euro.

- ✚ El 1 de enero de 2007 se incorporó Eslovenia.
- ✚ El 1 de enero de 2008 se incorporan Chipre y Malta.
- ✚ El 1 de enero de 2009 se incorporó Eslovaquia.
- ✚ El 1 de enero de 2011 se incorporó Estonia.
- ✚ El 1 de enero de 2014 se incorporó Letonia.
- ✚ El 1 de enero de 2015 se incorporó Lituania.

Figura 1.2 Países de la zona euro a 1 de enero de 2015



Fuente Banco de España

1.2 Instituciones de la Unión Económica y Monetaria

“En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan los Tratados y los Estatutos del SEBC y del BCE, ni el Banco Central Europeo, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones, órganos u organismos de la Unión, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano”. (TFUE/2010)

1.2.1 Sistema Europeo de Bancos Centrales

El SEBC nació tras el Tratado de Ámsterdam en 1998, aunque comenzó a funcionar con la entrada en vigor de la tercera fase de la UME el 1 de enero de 1999. Está compuesto por el Banco Central Europeo y por los Bancos Centrales Nacionales de todos los países que conforman la UE (28), independientemente de si forman o no parte de la eurozona²⁴.

“El Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales constituirán el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)” (Protocolo nº 4 sobre los estatutos del SEBC y BCE, 2007: Artículo 1)

Este organismo estará en funcionamiento hasta que deje de haber países que formen parte de la Unión Europea y no tengan instaurado el Euro.

El objetivo prioritario del SEBC es mantener la estabilidad de precios y apoyar las políticas económicas generales de la comunidad. Se atribuye el objetivo de la estabilidad de precios al SEBC en lugar de al Eurosistema, debido a que se basa en que llegará un momento donde todos los países de la Unión Europea formen parte de la zona euro. Hasta que este hecho se produzca estas funciones las lleva a cabo el Eurosistema. Las funciones correspondientes al SEBC son:

-  Definir y ejecutar una política monetaria única.
-  Promover un buen funcionamiento de los sistemas de pago de la zona euro.
-  Poseer y gestionar las reservas oficiales de las divisas de los países miembros, sin perjudicar la posesión y gestión de fondos de maniobra oficiales en divisas por parte de sus gobiernos.
-  Llevar a cabo operaciones en divisas acorde con la política cambiaria ya establecida.

Esta institución no posee personalidad jurídica propia, órganos rectores propios ni capacidad de actuación. *“El SEBC estará regido por los órganos*

²⁴ Área comprendida por los Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro. Actualmente está compuesto por 19 países

rectores del BCE". (Protocolo nº 4 sobre los estatutos del SEBC y BCE, 2007: Artículo 8)

1.2.2 Eurosistema

"El BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro constituirán el Eurosistema" (Protocolo nº 4 sobre los estatutos del SEBC y BCE, 2007: Artículo 1)

El Eurosistema es considerado la máxima autoridad monetaria de la eurozona. Las funciones que lleva a cabo este organismo se recogen en el artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en adelante TFUE) y son las mismas que tiene el SEBC, aunque como hemos dicho anteriormente será el Eurosistema el encargado de llevarlas a cabo. A parte de esas cuatro funciones lleva a cabo otras:

- ✚ Emitir billetes. El Eurosistema es el encargado de garantizar el suministro de billetes, en euros, en toda la zona euro. También lleva a cabo programas de investigación, desarrollo y vigilancia para evitar la falsificación.
- ✚ Recabar información estadística junto con el BCE y los BCNs para poder tomar de forma eficiente las decisiones monetarias, principalmente las relacionadas con los tipos de interés oficiales.
- ✚ Cooperación europea e internacional. El BCE participa en reuniones de foros internacionales, en los que analizan asuntos de interés para el Eurosistema.
- ✚ Estabilidad financiera y supervisión. Se encarga de colaborar con las políticas que proporcionen estabilidad financiera, para así poder alcanzar su objetivo final.

Además el Eurosistema tiene una serie de propósitos a cumplir:

- ✚ Ejercer la autoridad en cuestiones monetarias y financieras. Se encarga de recoger información relativa a estos dos temas y toma las medidas adecuadas para cumplir con su objetivo final, la estabilidad de precios.
- ✚ Mantener la estabilidad financiera y facilitar la integración financiera europea.
- ✚ Obtener credibilidad y confianza de los ciudadanos de la zona euro. Para ello lleva a cabo una efectiva comunicación y realiza un importante seguimiento a cerca de las posibles transformaciones en el mercado monetario y financiero.

- ✚ Identidad común y claridad en sus funciones. Para ello se sustenta en el potencial y en la gran dedicación de todos sus miembros, así como en el compromiso y la voluntad de estos de trabajar para lograr un acuerdo.

1.2.3 Banco Central Europeo

Banco Central Europeo (BCE), es el banco responsable de la política monetaria de la zona euro. Fue fundado el 1 de junio de 1998, tras su aprobación en el Tratado de Ámsterdam.

En esta fecha también se liquidó el IME ya que según el artículo 123 del Tratado de la CE había cumplido los objetivos de preparación. Su sucesor el BCE heredó un gran trabajo, además de buenas infraestructuras y personal, que dieron la posibilidad al Eurosistema de empezar a funcionar antes del comienzo de la tercera fase.

Inició sus funciones el 1 de enero de 1999 con la entrada en la tercera fase de la UME. Actualmente tiene su sede en la ciudad alemana de Fráncfort del Meno y es presidido por el italiano Mario Draghi.

Posee total independencia frente a instituciones nacionales y europeas y goza de personalidad jurídica propia.

“El BCE tendrá personalidad jurídica propia, dispondrá en cada uno de los Estados miembros de la capacidad jurídica más amplia concedida a las personas jurídicas con arreglo al respectivo Derecho nacional; en particular, podrá adquirir o vender propiedad mobiliaria e inmobiliaria y ser parte en actuaciones judiciales”. (Protocolo nº 4 sobre los estatutos del SEBC y BCE, 2007: Artículo 9)

Su principal misión es mantener la estabilidad de precios²⁵. Además se encarga de garantizar que el SEBC lleve a cabo sus funciones y elaborar informes sobre la actividad de este de manera trimestral.

En el momento de su creación el capital del BCE era de 5.000 millones de euros, aunque esta cuantía se ha modificado en seis ocasiones²⁶ hasta llegar a los 10.825.007.069,61 euros, según informa este mismo organismo. Su capital está constituido mediante aportaciones de los BCNs según su población y el PIB que aportan a la UE.

²⁵ Mantener la estabilidad de precios es el objetivo prioritario de la UME. Fue definido en 1998 por el BCE como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (en adelante IAPC) para la zona euro inferior al 2%. Esta estabilidad ha de mantenerse a medio plazo.

²⁶ Se modificó el 1 de enero de 2004, el 1 de mayo de 2004 con la incorporación de Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia la República Checa a la UE, el 1 de enero de 2007 con la entrada de Bulgaria y Rumanía a la UE, 1 de enero de 2009, 1 de julio de 2013 con la entrada de Croacia a la UE y el 1 de enero de 2014.

Capítulo 1

El resultado del BCE se reparte entre:

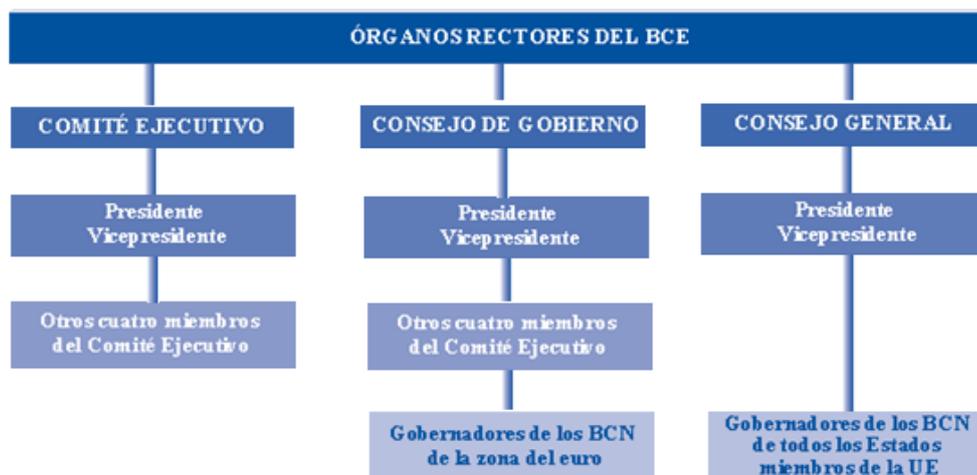
“Los beneficios netos del BCE se transferirán en el siguiente orden: un importe que será determinado por el Consejo de Gobierno, y que no podrá exceder del 20% de los beneficios netos, se transferirá al fondo de reserva general, con un límite equivalente al 100% del capital. Los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas.

Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente en proporción a y hasta los importes asignados a los bancos centrales nacionales” (Protocolo nº4 sobre los estatutos del SEBC y BCE, 2007: Artículo 40, Artículo 40).

1.2.3.1 Órganos rectores del BCE

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

Figura 1.3 Órganos rectores del BCE



Fuente: Informe de la política monetaria del BCE 2011

Consejo de Gobierno

El Consejo de Gobierno es el principal órgano rector del BCE. Está dirigido por el presidente del BCE o en su ausencia por el vicepresidente, y compuesto por todos los gobernadores de los BCNs de los países que conforman la zona euro y por seis miembros del Comité Ejecutivo.

“El Consejo de Gobierno adoptará las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones” (Protocolo nº4 sobre los estatutos del SEBC y BCE, 2007: Artículo 12).

Marco institucional de la política monetaria

Las responsabilidades del Consejo de Gobierno son las siguientes:

- ✚ Adoptar las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al BCE y al Eurosistema.
- ✚ Formular la política monetaria de la zona euro. Incluyendo decisiones sobre los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés oficiales o el suministro de reservas en el Eurosistema, entre otras.
- ✚ Autorizar la emisión de billetes en euros que serán emitidos por el BCE.

A pesar de que las decisiones de política monetaria son adoptadas por este organismo son los BCNs los encargados de llevarlas a cabo.

En 2014, con la inminente entrada de Lituania a formar parte de la eurozona se cambió en sistema de votación para la toma de decisiones. Los seis miembros del Comité Ejecutivo tienen derecho a voto permanente, y los gobernadores de los BCNs de la zona euro tendrán voto rotatorio.

Los gobernadores se distribuyen formando dos grupos. El primero, formado por los cinco grandes países de la eurozona, Alemania, Francia, Italia, España y Países Bajos tendrán cuatro derechos de voto rotatorio de un mes. El segundo grupo, formado por los catorce gobernadores restantes, posee once derechos de voto en rotaciones de un mes. El Consejo se reúne como mínimo diez veces al año.

Con este sistema se busca garantizar la participación y compromiso de todos los gobernadores ya que todos ellos deben asistir a las reuniones del Consejo con independencia de tener o no derecho a voto.

Comité Ejecutivo

Este órgano está compuesto por el presidente y vicepresidente del BCE y por otros cuatro miembros nombrados, de común acuerdo, por los gobernadores de los estados miembros desde la entrada en vigor del Tratado de Lisboa en 2007.

Según se recoge en el Artículo 12 del Protocolo nº4 sobre los estatutos del SEBC y BCE (2007) las responsabilidades del Comité Ejecutivo son las siguientes:

- ✚ Preparar las reuniones del Consejo de Gobierno.
- ✚ Poner en práctica la política monetaria de acuerdo con las decisiones tomadas por el Consejo de Gobierno y, al hacerlo, impartir las instrucciones necesarias para dirigir la actividad diaria del BCE.
- ✚ Asumir determinados poderes delegados por el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.

Capítulo 1

Consejo General

El Consejo General está compuesto por el presidente y vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCNs de los países de la UE, independientemente si forman parte o no de la unión monetaria.

De acuerdo con los artículos 43-44 y 46 del Protocolo nº4 sobre los estatutos del SEBC y BCE (2007) este Consejo General se encarga de las siguientes funciones:

- ✚ Recabar información estadística.
- ✚ Elaborar informes a cerca de las actividades que lleva a cabo el BCE.
- ✚ Intensificar la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros de la UE que aun no han adoptado el euro, para así garantizar la estabilidad de los precios.
- ✚ Llevar a cabo medidas para la fijación irrevocable los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro.

El Consejo General continuará en funcionamiento hasta que todos los países de la UE adopten el euro y no participa en la toma de decisiones pertenecientes a la política monetaria.

CET

Capítulo 2:

La política monetaria europea entre
1999-2007

2.1 Instrumentos convencionales de política monetaria

En la mayoría de los países, el encargado de gestionar la política monetaria es el Banco Central Nacional del país. Estos emplean diferentes instrumentos para controlar la cantidad de dinero en circulación y los tipos de interés con el fin de cumplir los objetivos que se hayan propuesto según se manifiesta en Viñas, Pérez, Sánchez (2013).

En cambio en la UE, desde que el 1 de enero de 1999 se creó la UME, la política monetaria la lleva a cabo el SEBC con su principal objetivo de mantener la estabilidad de precios:

“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 127)

Los tipos de interés a corto plazo del mercado ejercen un importante papel a la hora de transmitir la política, ya que la fijación de dichos tipos de interés incide en los tipos de interés nominal a corto plazo influyendo finalmente en el nivel de precios y en la economía general. Por tanto el Eurosistema, encargado de ejecutar la política monetaria, controlará los tipos de interés para cumplir el objetivo de estabilidad. Para ello dispone de una serie de instrumentos:

2.1.1 Operaciones de mercado abierto.

Las operaciones de mercado abierto son las principales que la UE lleva a cabo respecto a su política monetaria. Se usan para conseguir los objetivos de controlar los tipos de interés, gestionar la cantidad de dinero en circulación (liquidez) del mercado y delimitar las actuaciones de la política monetaria.

Este tipo de operaciones consiste en la prestación de fondos por parte del Eurosistema a sus entidades de contrapartida, siempre contra la entrega de activos de garantía adecuados, para así proteger de posibles riesgos financieros al Eurosistema.

El BCE es el organismo encargado de determinar en qué condiciones se aplican estas operaciones y qué instrumentos²⁷ se utilizan para ello. Serán los BCNs de los países miembros los que, de forma descentralizada, ejecuten las acciones.

²⁷ Como se explica más adelante existen cinco tipos de instrumentos de política monetaria: operaciones simples, operaciones temporales, swaps de divisas, emisión de certificados de deuda y captación de depósitos a plazo fijo.

Capítulo 2

Tabla 2.1 Operaciones de política monetaria del Eurosistema

Operaciones de política monetaria	Tipo de operaciones		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección liquidez	Absorción liquidez			
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales		Una semana	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.	Normalizar/ Sin normalizar	Periódica/ No periódica	Subasta Estándar

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

2.1.1.1. Categoría de operaciones.

Las operaciones de mercado abierto se dividen en cuatro tipos según su finalidad, periodicidad y procedimientos.

2.1.1.1.1. Operaciones principales de financiación

Las operaciones principales de financiación (en adelante OPF) son las acciones de mercado abierto más importantes de las que dispone el Eurosistema. Sirven para alcanzar dos de los objetivos: conseguir financiación y controlar los tipos de interés.

Se trata de operaciones temporales de inyección de liquidez con una frecuencia semanal y vencimiento quincenal. Los encargados de ejecutarlas son los BCNs de los países de la UME. El BCE es el encargado de llevar a cabo un calendario con las subastas en el que todas las entidades de contrapartida pueden pujar sobre ellas. Las operaciones se ejecutan mediante subasta estándar²⁸ diferenciando dos tipos:

²⁸ Se realizan dentro de las 24 horas que existen entre el anuncio de la subasta y la confirmación de los resultados de adjudicación. Tanto las operaciones principales de financiación, como las operaciones de financiación a plazo más largo y las operaciones estructurales se realizan, siempre que no se determine lo contrario, mediante este método.

- ✚ Subasta a tipo de interés fijo: el BCE es el encargado de fijar, previamente, el tipo de interés²⁹ y son las entidades de contrapartida las que solicitan los fondos que desean obtener con esa condición. Una vez realizada la subasta, la adjudicación se realiza en función de la relación entre la cantidad total que se va a adjudicar y el volumen solicitado por la entidad de contrapartida.
- ✚ Subasta a tipo de interés variable: en este caso son las entidades de contrapartida las que pujan tanto por el volumen de liquidez como por el tipo de interés de las operaciones. Las pujas se realizan según el tipo de interés y la adjudicación se lleva a cabo de la siguiente manera: en primer lugar las pujas más altas, hasta llegar a los tipos marginales donde se adjudican según la relación entre la cantidad total y el volumen total solicitado.

Desde el inicio de la tercera fase de la UME y hasta junio de 2000 el Eurosistema lleva a cabo subastas a tipo de interés fijo. Pero a partir de esta fecha pasan a ser a tipo de interés variable, aunque instaurando un tipo mínimo de puja del 4,25%. Este cambio se produjo por la sobrepuja, debido al amplio diferencial entre el tipo de interés de mercado a corto plazo y el aplicado a las OPF, con el fin de señalar la orientación de la política monetaria e incentivar a las entidades a pujar en función de sus necesidades financieras, convirtiendo a estas operaciones en muy atractivas para conseguir liquidez del BCE.

A partir de octubre de 2008 se volvieron a realizar mediante tipo de interés fijo con adjudicación plena, para así disminuir los efectos negativos que tenían los mercados monetarios en relación a la liquidez y garantizar que las entidades de crédito solventes pudieran tener acceso a la liquidez en todo momento y controlar así los tipos de interés a c/p.

2.1.1.1.2. Operaciones de financiación a más largo plazo (en adelante OFPML).

Este segundo tipo de operaciones de mercado abierto se diferencian de las anteriores en la periodicidad, en este caso mensual y en el vencimiento, en cual aumenta hasta los tres meses. Su principal objetivo será conseguir liquidez para el sector bancario en un plazo más largo al anterior. Con el aumento del plazo se busca evitar la sustitución de la liquidez cada semana y aumentar la importancia de la financiación a plazo más largo.

Igual que en el caso anterior, se trata de operaciones regulares de carácter temporal ejecutadas a través de subastas estándar a las que pueden acudir todas las entidades de contrapartida.

En este caso el Consejo de Gobierno del BCE determina el volumen de adjudicaciones, pero los tipos de interés variarán en función de las entidades

²⁹ Este tipo de interés es fijado por el Consejo de Gobierno del BCE y solo puede ser revisado en la primera reunión del mes desde el año 2000.

Capítulo 2

de contrapartida que vayan a la adjudicación, el Eurosistema solo puede aceptarlo. Es por esto que estas subastas son a tipo variable (podrán ser a tipo fijo si se estipulara de antemano).

Gráfica 2.1 Comparación entre el tipo aplicado a las OPF y las OFMLP entre 1999 y 2007



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

2.1.1.1.3 Operaciones de ajuste

Las operaciones de ajuste o fine-tuning tienen por objetivo organizar la situación de liquidez pudiendo ser operaciones tanto de absorción como de inyección. Además se encargan de controlar los tipos de interés para disminuir los efectos que las fluctuaciones inesperadas de liquidez tienen sobre los tipos de interés.

Estas operaciones, al contrario de las dos anteriores, no tienen ni periodicidad ni vencimiento predeterminado. Otra característica es que son acciones ad hoc o a muy corto plazo, por lo que se realizan rápidamente en momentos concretos del tiempo.

Los BCNs son los encargados de ejecutar mediante subasta rápida³⁰ o procedimiento bilateral³¹ este tipo de operaciones. Aunque de manera excepcional el Consejo de Gobierno del BCE puede decidir ejecutarlas por ellos mismos.

³⁰ Tipo de subastas que se realizan en el plazo de una hora entre la publicación de la subasta y el anuncio de los resultados. Están limitadas a un número concreto de entidades de contrapartida. Solo las operaciones de ajuste siguen este método,

³¹ Tipo de ejecución sin subasta. El Eurosistema decide un grupo de entidades con las que quiere llevar a cabo el procedimiento.

Pueden formar parte de la subasta todas las entidades de contrapartida que lo deseen oportuno utilizando los activos de garantía legitimados.

2.1.1.1.4 Operaciones estructurales

Este último tipo de operaciones, con o sin periodicidad regular y sin vencimiento establecido, tiene como objetivo ajustar la situación de liquidez del Eurosistema frente al sector financiero. Por tanto, igual que pasaba en el caso anterior, este tipo de acciones pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

Son ejecutadas de manera descentralizada por los BCNs mediante subasta estándar o procedimiento bilateral. En caso de realizarse mediante subasta estándar, pueden acudir a esta todas las entidades de contrapartida que cumplan los requisitos y serán aceptados los activos de garantía que se acojan a la normativa.

2.1.1.2 Tipo de instrumentos.

Para ejecutar las operaciones de mercado abierto el Eurosistema dispone de cinco instrumentos.

2.1.1.2.1 Operaciones simples.

Las operaciones simples o en firme consisten en la compra (inyección de liquidez) o la venta (absorción de liquidez) de activos. Implica la cesión de la propiedad al comprador o vendedor.

Son ejecutadas de forma independiente por los BCNs de los países, a no ser que el BCE determine lo contrario y sea él, mediante su Consejo de Gobierno, el encargado de llevarlas a cabo. Se elaboran mediante procedimientos bilaterales entre las entidades de contrapartida sin ningún tipo de restricciones.

Este instrumento se utiliza en las operaciones estructurales y de ajuste ejecutadas mediante procedimiento bilateral.

2.1.1.2.2 Operaciones temporales.

Operaciones tanto de inyección como de absorción de liquidez en las que el BCE compra y vende activos mediante traspasos temporales. Este tipo de operaciones se pueden llevar a cabo con cesiones temporales³² o a través de préstamos garantizados³³ (BCE., 1998: 98).

³² Operaciones donde se produce la transmisión de la propiedad del activo de garantía y al día siguiente (hábil) se lleva a cabo la venta de ese activo a su poseedor inicial.

³³ Operaciones en la que se crea una garantía que podrá ser ejecutada sobre los activos de garantía determinados, pero conservando el deudor la propiedad del activo.

Capítulo 2

Los BCNs las ejecutan mediante subasta estándar o procedimiento bilateral sin restricciones frente a las entidades de contrapartida que pueden formar parte de ella.

Este tipo de instrumento es utilizado para las OPF, OFMLP y ocasionalmente se pueden dar en operaciones de ajuste y estructurales.

2.1.1.2.3 Swaps de divisas.

Los swaps de divisas son utilizados para controlar tanto los tipos de interés como la liquidez en el mercado. Es por ello que son instrumentos tanto de inyección como de absorción de liquidez sin periodicidad ni vencimiento regulado.

Se trata de una operación de compra/venta tanto al contado como a plazo. El Eurosistema es el encargado de comprar/vender euros en forma de divisas, al mismo tiempo, lo vuelve a hacer con fecha de recompra específica. No se acepta cualquier divisa, tan solo aquellas que operan de forma frecuente con el Eurosistema.

Son ejecutadas, como ocurre con el resto, por los BCNs, de forma descentralizada, a no ser que el BCE determine lo contrario. Se llevan a cabo mediante subasta rápida o procedimiento bilateral, en el primer caso sí que existe limitación entre las entidades de contrapartida participantes, será el Eurosistema el encargado de determinar las entidades participantes, entre todas las que cumplen los criterios. Se utilizan en las operaciones de ajuste.

2.1.1.2.4 Emisiones de certificados de deuda del BCE

El principal objetivo de este instrumento es absorber liquidez del mercado para adaptar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero. Para conseguir esto el BCE emite títulos de deuda frente al poseedor del título. Estos certificados tienen una serie de características (BCE, 1998: 107):

- ✚ Pueden ser transferibles sin ninguna restricción.
- ✚ Se emiten al descuento, por debajo del nominal.
- ✚ Pueden ser emitidos de forma periódica o sin periodicidad.
- ✚ Su vencimiento es inferior a un año.

Los BCNs son los encargados de ejecutarlos, mediante subasta estándar, y de liquidarlos. Como ocurre con el resto de instrumentos que se ejecutan mediante subasta estándar, las entidades de contrapartida pueden pujar sobre ellos sin ninguna restricción.

La emisión de certificados de duda es utilizada en las operaciones estructurales ejecutadas mediante subasta estándar.

2.1.1.2.5 Captación de depósitos a plazo fijo.

Instrumento que sirve para ajustar el mercado mediante la absorción de liquidez. El BCE propone a las entidades de contrapartida crear depósitos a plazo fijo en los BCNs que les corresponde según su nacionalidad. Estos depósitos se constituyen a un tipo de interés fijo, sin vencimiento ni periodicidad determinados de antemano.

La búsqueda de depósitos se lleva a cabo mediante subasta rápida, aunque ocasionalmente se pueden hacer a través de procedimientos bilaterales. Se ejecutan a través de los BCNs a no ser que el BCE determine que sea él el encargado de llevarlo a cabo, mediante su Consejo de Gobierno.

2.1.2 Facilidades permanentes.

Las facilidades permanentes son el segundo conjunto de acciones que lleva a cabo el BCE. Tienen como objetivo determinar las directrices de la política monetaria, controlar los tipos de interés de mercado a un día y gestionar la liquidez del mercado en el mismo periodo de tiempo, ya sea con absorciones o inyecciones. Las entidades de crédito de la UME tienen dos tipos de facilidades permanentes de las que dispone en situaciones como:

- ✚ Cuando tienen problemas de liquidez (exceso o déficit) y las OPF ya han sido adjudicadas.
- ✚ Cuando se realiza un pago inesperado entre entidades de crédito al final del día, momento en el cual el mercado monetario ya no dispone de liquidez. Estas facilidades se pueden llevar a cabo siempre que los flujos inesperados de liquidez no puedan suavizarse automáticamente a través del sistema de reservas mínimas. (BCE, 2002: 57)

El Consejo de Gobierno del BCE es el encargado de fijar, de antemano, el tipo de interés de ambas facilidades reservándose la opción de modificarlos en cualquier momento. Los tipos de interés son diferentes para los dos distintos tipos de facilidades y marcan los límites (inferior y superior) del comportamiento de los tipos de interés monetarios a corto plazo.

Tabla 2.2 Operaciones de política monetaria del Eurosistema

Operaciones de política monetaria	Tipo de operaciones		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección liquidez	Absorción liquidez			
Facilidad marginal de crédito	Operaciones temporales		Un día		Acceso a discreción de las entidades de contrapartida
Facilidad de depósito		Operaciones de depósito	Un día		Acceso a discreción de las entidades de contrapartida

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

Se puede recurrir a dos facilidades permanentes:

Facilidad marginal de crédito.

Este tipo de facilidades permanentes tienen como objetivo suministrar liquidez de forma transitoria a las entidades de contrapartida. Los BCNs ofrecen esta liquidez a través de operaciones temporales (préstamos a un día garantizados o cesión temporales) con activos de garantía a las entidades de contrapartida que se encuentren en su territorio.

El BCE es el encargado de determinar el tipo de interés de las operaciones, que supone la frontera superior de los tipos de interés del mercado a un día. Esto es así porque las facilidades permanentes de crédito suponen la última opción para conseguir liquidez por parte de las entidades, lo que hace que la logren a un tipo mayor al del mercado monetario.

Para adquirir esta facilidad la entidad interesada tiene que enviar una solicitud a su BCN correspondiente donde manifiesta el importe que quiere solicitar y los activos de garantía que vayan a formar parte de la operación. También se consideran solicitudes, en este caso automáticas, las posiciones deudoras de las entidades al final del día en sus cuentas de liquidación abiertas en sus BCNs.

Dicha solicitud se tramita el mismo día siempre que se haga máximo quince minutos después del cierre del sistema Target II³⁴ siendo día operativo, y vencerá un día más tarde, cuando las entidades de contrapartida devuelvan el crédito.

Facilidad marginal de depósito

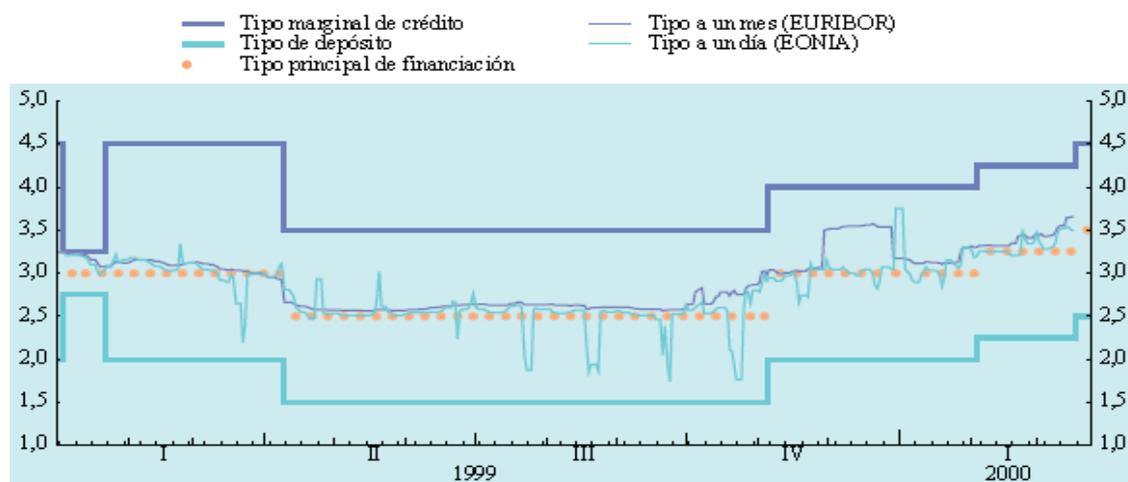
El segundo tipo de facilidades permanentes busca acabar con el exceso de liquidez a un día de las entidades de contrapartida. Para ello ofrece a estas entidades realizar depósitos en los BCN pertinentes. Estos depósitos tienen un tipo de interés determinado de antemano por el Consejo de Gobierno del BCE que será menor al tipo de las facilidades permanentes de crédito y al tipo del mercado monetario, convirtiéndose en la frontera inferior de los tipos de interés del mercado a un día.

La adquisición de las facilidades de depósito se realiza de la misma forma que las facilidades de crédito, a través de una solicitud al BCN correspondiente. La tramitación de la solicitud también se realiza de la misma forma que para las anteriores facilidades.

Pueden acceder a esta operación todas las entidades de contrapartida que cumplan los requisitos los días que se llevan a cabo las operaciones que no tienen un calendario fijado previamente.

³⁴ Sistema de grandes pagos que se utiliza en la UME, desde su entrada en vigor en febrero de 2008. Además es un sistema de liquidación real, es decir, liquida las operaciones de una en una, casi de manera instantánea.

Gráfico 2.2 Evolución de los tipos de interés oficiales del BCE



Fuente: Informe anual BCE 1999

2.1.3 Reservas mínimas.

“El BCE podrá exigir que las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros mantengan unas reservas mínimas en las cuentas en el BCE y en los BCNs, en atención a objetivos de política monetaria. 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, 2007: Artículo 19).

Con el comienzo de la tercera fase entra en funcionamiento el tercer instrumento de la política monetaria. El sistema de reservas mínimas tiene dos funciones:

- ✚ Estabilizar los tipos de interés del mercado monetario: la función se lleva a cabo a través del mecanismo de promedios³⁵ que hace que las entidades de crédito puedan suavizar las fluctuaciones diarias de liquidez.
- ✚ Creación o ampliación del déficit estructural de liquidez del sistema bancario para mejorar la capacidad del Eurosistema como inyector de liquidez.

³⁵ Mecanismo para determinar la cantidad de reservas mínimas que la entidad tiene que mantener. Para ello se utiliza la media de los saldos de las cuentas de reservas de cada entidad durante todos los días del periodo de mantenimiento.

Capítulo 2

El Eurosistema determinó que el porcentaje de reservas mínimas, denominado coeficiente de caja, sería del 2%³⁶ de la base de pasivos computables³⁷ de cada entidad.

El BCE presenta una lista, cada mes después del cierre de operaciones del último día hábil, de las entidades que cumplen el requisito de las reservas mínimas, donde se incluyen entidades que no han pasado esta obligación pero que se pueden acoger a alguna excepción³⁸.

Para ayudar a las entidades de crédito a planificar la gestión de sus reservas se publica un calendario con los periodos de mantenimiento y otros en el que se indican las OPF de financiaciones correspondientes al año siguiente, tres meses antes de este.

Las reservas mínimas deben encontrarse en una o varias cuentas del BCN del Estado en el que se ha constituido la entidad. En el caso de que tenga varias sucursales será siempre la entidad la encargada de determinar el porcentaje de reservas que deben constituir. En el caso de que una entidad esté presente en varios países debe mantener reservas en cada uno de sus BCN.

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 de liquidez de la primera OPF (BCE, 2002: 67).

En caso de que, durante el periodo de mantenimiento, el saldo medio de la cuenta o cuentas de una entidad sea inferior a la cantidad exigida de reservas obligatorias, la entidad será sancionada por el BCE por incumplimiento de sus obligaciones.

2.1.4 Los activos de garantía:

“Con el fin de alcanzar los objetivos del SEBC y de llevar a cabo sus funciones, el BCE y los BCNs podrán [...] realizar operaciones de crédito con entidades de crédito y demás participantes en el mercado, basando los préstamos en garantías adecuadas” (Protocolo nº 4 sobre los estatutos del SEBC y BCE, 2007: Artículo 18.1).

Es por ello que el Eurosistema creó una lista donde recoge aquellos activos que las entidades de contrapartida pueden utilizar como garantía para

³⁶ 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%.

³⁷ Los pasivos computables serán: depósitos a la vista, depósitos a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso de hasta 2 años, valores que no sean acciones ni participaciones de hasta 2 años y otros pasivos líquidos emitidos.

³⁸ Pueden acogerse a este sistema entidades que se encuentren en saneamiento, congelación de fondos u otras medidas recogidas en el artículo 75 del TUE, determinadas por el Estado miembros o por el Consejo de Gobierno del BCE.

sus operaciones de crédito. El objetivo de este sistema es dotar de transparencia y equidad de trato a las operaciones de política monetaria y garantizar la eficiencia de las operaciones.

Con el comienzo de la tercera fase entraron en funcionamiento estos activos divididos en dos listas. Ambas fueron sustituidas el 1 de enero de 2007 por una lista única donde se pueden diferenciar activos negociables y no negociables. Estos dos tipos tienen la misma importancia y son utilizados en todos los instrumentos y operaciones que se dan en la UME, exceptuando los activos no negociables en las operaciones simples.

Para formar parte de esta lista los activos debían cumplir una serie de requisitos homogéneos en toda la eurozona, el sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (en adelante ECAF) será el encargado de determinar si estos activos poseen la calidad suficiente para convertirse en activos de garantía.

Tabla 2.3 Requisitos de los activos de garantía

Criterios de selección	Activos negociables	Activos no negociables	
Tipo de activos	Certificados de deuda emitidos por el BCE. Instrumentos de renta fija³⁹.	Créditos.	Instrumentos de renta fija con garantía hipotecaria emitidos al por menor⁴⁰.
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 ⁴¹ . En un Banco central. En un depositario central de valores.	No aplicable.	No aplicable.

³⁹ Estos instrumentos tienen que tener un principal fijo no sometido a condiciones y un cupón que no puede dar lugar a flujo financiero negativo. El cupón deberá ser fijo, cero o variable a un tipo de interés de referencia.

⁴⁰ Deben cumplir los mismos requisitos que los instrumentos de renta fija de los activos negociables.

⁴¹ Espacio Económico Europeo (en adelante EEE), tiene como objetivo promover las relaciones económicas y comerciales entre los países que lo forman (todos los países miembros de la UE, Noruega, Islandia y Liechtenstein)

... Continúa.

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 ⁴² . 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.	500.000 € para todos los créditos de la zona euro y transfronterizo.	No aplicable.
Legislación		El contrato debe registrarse en un Estado miembro ⁴³ .	Según se defina en la documentación nacional respectiva.
Uso transfronterizo	SI	SI	SI

Fuente: Informe anual BCE 2002

2.1.5 Entidades de contrapartida

Las entidades de contrapartida son un conjunto de entes de crédito de la zona euro que, cumpliendo unos requisitos, pueden llevar a cabo operaciones de política monetaria.

El Eurosistema lleva a cabo esta medida con el objetivo de garantizar la participación de todas las entidades que sean capaces de acogerse a una serie de criterios y promover un tratamiento equitativo entre ellas.

⁴² Los países que forman parte de este grupo son Alemania, Francia, Italia, Canadá, Estados Unidos, Bélgica, Japón, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza.

⁴³ Para garantizar la liquidación en caso de impago debe cumplir una serie de requisitos:

- Verificación de la existencia del crédito.
- Notificar al deudor la movilidad del crédito.
- La ausencia de restricciones con el sector bancario y la confidencialidad.
- La ausencia de restricciones a la movilidad y liquidación del crédito

Los requisitos o criterios generales de selección son iguales para todas las entidades de la zona y son los siguientes:

- ✚ Cumplir el requisito del sistema de reservas mínimas. Las entidades que no cumplan los requisitos o no quieran acogerse a ellos no podrán formar parte de las entidades de contrapartida.
- ✚ Ser financieramente solventes. Para ello deben acogerse a alguna forma de supervisión armonizada que lleva a cabo el EEE.
- ✚ Cumplir requisitos con respecto a los tipos operativos que determinan los BCN y el BCE.

Aquellas entidades que quieran formar parte de las entidades de contrapartida deben cumplir todos los requisitos. En caso de que la entidad tenga sucursales en más de un país, cada una puede acceder de forma independiente y por tanto debe cumplir los requisitos igual que el resto de entidades.

El conjunto de entidades pueden participar en los cuatro tipos de operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes. Dicha participación es libre en todas aquellas operaciones que se ejecuten mediante subasta estándar a través de su BCN, no así las que se lleven a cabo mediante subasta rápida o procedimiento bilateral, donde el Eurosistema limita el número de entidades que pueden acceder a las operaciones que se lleven a cabo.

Durante el mes de marzo de este mismo año, el Tribunal General de la Unión Europea fallo a favor de Londres que mantenía que el BCE no podía obligar a las entidades a domiciliarse dentro de la UE. Según este tribunal las entidades de contrapartida podrán empezar a operar desde fuera de Europa.

2.2 Desarrollo de la política monetaria

La política monetaria europea comenzó a aplicarse en el año 1999 con unos tipos de interés, para sus operaciones de política monetaria⁴⁴, determinados por el BCE a finales del año anterior. Ya a comienzos del primer año el Eurosistema vio como su objetivo primordial de estabilidad de precios no se cumplía como consecuencia del descenso del precio del petróleo y por factores que los países, de forma individual, venían arrastrando desde años anteriores. Para combatir la situación en abril el Eurosistema tuvo que disminuir los tipos de interés de sus instrumentos de política económica. Los volvió a variar meses más tarde (en este caso aumentándolos), en noviembre de 1999 y en octubre de 2000 debido a las posibles consecuencias que la depreciación del tipo de cambio podía tener en la tasa de inflación.

⁴⁴ Se fijó un 3% para las operaciones principales de financiación, un 4,5% para las facilidades marginales de crédito y un 2% para las de depósito.

Capítulo 2

Gráfico 2.3: Evolución de la inflación medida por el IAPC



Fuente: Informe mensual Julio 2011, BCE

Entre 2001 y 2003 el Consejo de Gobierno volvió a disminuir los tipos de interés en varias ocasiones como consecuencia de las perturbaciones que causaron los atentados del 11 de septiembre en la economía mundial. Estos ataques terroristas provocaron incertidumbre en los mercados que derivaron en una pérdida de confianza y por tanto en la disminución de la actividad económica y la alteración del funcionamiento del mercado financiero.

En marzo de 2004 se produjeron los primeros cambios en la ejecución de la política. Estos fueron:

- ✚ Se modificó el calendario de los periodos de mantenimiento de las reservas. A partir de esta fecha tales periodos empezaban el día después de la reunión del Consejo de Gobierno en la que se adoptaban las medidas mensuales de política. Este día coincide con el de la liquidación de las OPF.
- ✚ El plazo de las reservas de las OPF pasa a ser semanal.

Con estos cambios el BCE buscaba poner fin a los periodos de especulación con respecto a la variación de los tipos de interés. Así las decisiones tomadas en las reuniones del Consejo relacionadas con los tipos de interés entraban en funcionamiento días después.

Estos cambios, que afectaron principalmente a la adjudicación de las OPF, junto con el crecimiento económico consiguieron mantener estables los tipos de interés de las operaciones monetarias hasta principios de 2006. A partir de aquí, a pesar de que Europa vivía un momento de crecimiento económico, el Consejo de Gobierno volvió a variar los tipos de interés en diversas ocasiones para controlar los riesgos de estabilidad económica y la expansión de la oferta de dinero.

Desde agosto de 2007 el BCE tuvo que hacer frente a la situación más difícil a la que se había enfrentado hasta ahora. La crisis hipotecaria originada en EEUU, denominada de las hipotecas subprime, llegó a la UE provocando un desorden en los mercados. Para combatir esta situación el BCE tuvo que variar la aplicación de sus operaciones, crear nuevos instrumentos de política monetaria y disminuir los tipos de interés hasta mínimos históricos (como se explica en el capítulo tres).

Operaciones principales de financiación

Este tipo de operaciones son las de mayor importancia a la hora de gestionar la liquidez y determinar las orientaciones de política monetaria. Durante el año de su puesta en funcionamiento se ejecutaron 52 OPF que supusieron la mayor parte de la liquidez al sector bancario.

Estos instrumentos comenzaron a llevarse a cabo mediante subasta a tipo fijo con un tipo de interés anunciado con antelación hasta el 27 de junio de 2000, fecha en la que cambió el procedimiento. A partir de este día las subastas se realizaron a tipo variable con un tipo mínimo de puja (Anexo 1), lo que llevo consigo consecuencias en la cantidad de adjudicación.

Tal cambio hizo que las entidades de contrapartida aumentaran su demanda de liquidez en los primeros seis meses del año como prevención a la esperada subida en el tipo de interés de las operaciones. Este incremento de la demanda consiguió que tanto la cantidad de entidades participantes como la de adjudicación se vieran incrementadas con respecto al año anterior.

Además en este año se tomo la determinación de publicar una estimación sobre la cantidad de liquidez necesaria para que las entidades de contrapartida pudieran preparar las pujas con mayor facilidad.

En 2001 tanto la cantidad de operaciones ejecutadas como el volumen de adjudicación se mantuvieron constantes. La diferencia con respecto al año anterior fue la drástica disminución de las entidades participantes consecuencia de las expectativas de descenso del tipo de interés de mercado unida al proceso de concentración que estaba llevando a cabo el sistema bancario y a la eficiencia del mercado monetario en este periodo. Esta tendencia se mantuvo hasta 2004, momento en el que como consecuencia de las modificaciones antes citadas el número de estas entidades volvió a aumentar.

El volumen de adjudicación disminuyó en 2002 aunque el Eurosistema no relaciona este descenso con la cantidad de entidades de contrapartida. En 2003 el volumen aumentó de manera importante debido a la decisión temporal del BCE de dotar de más liquidez de la necesaria al sistema bancario para que el diferencial⁴⁵ volviera a la situación de equilibrio dada a principios de año.

⁴⁵ Durante el comienzo de este periodo el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja había aumentado produciendo problemas en las pujas.

Capítulo 2

En 2004 con la variación de las condiciones se consiguió que se incrementara el volumen de adjudicación y el número de entidades de contrapartida. Tendencia que se mantuvo hasta 2006 cuando el BCE se vio obligado a aumentar su nivel de adjudicación como consecuencia de la ampliación del diferencial (EONIA- Tipo mínimo de puja). Además el número de entidades participantes continuó la tendencia desde la entrada en vigor de la nueva normativa y siguió aumentando.

Hasta la aplicación de las nuevas medidas del BCE en agosto de 2007 tanto el volumen de adjudicación como la cantidad de entidades participantes se mantuvo sin variaciones. Fue a partir del día ocho de agosto cuando el BCE decidió incentivar las OFPML y disminuir las OPF, para mantener así el mismo porcentaje de financiación. Esto hizo que tanto el volumen de adjudicación como las entidades participantes disminuyeran.

Con la llegada del final del año se esperaba que las entidades se volvieran más reticentes a la hora de prestar fondos como ya había sucedido en años anteriores, aunque esta vez en mayor medida. Para hacer frente a esta situación el BCE decide cambiar el plazo de la última OPF volviéndolo a situar en dos semanas, como antes de las variaciones de 2004, para conseguir que las entidades tuvieran dinero disponible al final del año. La medida fue aceptada de forma muy positiva por las entidades de crédito, provocando incluso que el BCE tuviera que llevar a cabo adjudicaciones por encima de su adjudicación de referencia. Toda esta cantidad de liquidez acabó con una bajada de los tipos de interés a un día por lo que el BCE se vio obligado a volver a actuar mediante operaciones de absorción de liquidez.

Tabla 2.4 Evolución de las OPF 1999-2007

OPF	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de operaciones	52	51	52	53	52	52	52	52	52
Oscilación de los importes adjudicados en mm	39-102	35-128	5-172	67**	38-150	100-384	259-333,5	280-338	Nota ¹
Tipo de interés de la subasta	Tipo interés fijo	Tipo interés fijo/variable	Tipo de interés variable	Tipo interés variab.	Tipo interés variable	Tipo interés variable	Tipo interés variable	Tipo interés variab.	Tipo interés variable
Entidades participantes (media)	685	727	430	307	263	339	351	377	338

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

** Se trata de la adjudicación media en mm €

Nota¹: Hasta el 8 de Agosto la adjudicación media fue de 292 mm, pero a partir de dicha fecha descendió a 200 mm

Operaciones de financiación a plazo más largo

Este tipo de operaciones representan una parte reducida de la financiación total que concede el Eurosistema. Durante el primer año se llevaron a cabo 14 OFPML de forma excepcional. Las dos primeras tuvieron un vencimiento inferior de 42 y 72 días con el objetivo de establecer un ritmo normal, sin retrasos, en las subastas. Además las cuatro primeras operaciones se ejecutaron a tipo fijo, mientras que las restantes a partir de marzo se realizaron a tipo variable (anexo 2).

Durante el resto de los años y hasta agosto de 2007 este instrumento de política monetaria siguió ejecutándose de forma eficiente y sin apenas variaciones reseñables. Podemos observar en la tabla 2.5 como en el año 2001 se produce una disminución de las entidades de contrapartida, igual que ocurrió con las OPF, por las expectativas de descenso del tipo de interés de mercado, el proceso de concentración que estaba llevando a cabo el sistema bancario y la eficiencia del mercado monetario.

Las OFPML en 2004 vieron aumentado su volumen de adjudicación como consecuencia de un previsto aumento de las necesidades de liquidez

A partir de agosto de 2007 se observó como las entidades de contrapartida rechazaban financiarse a más largo plazo debido a la alta volatilidad de los tipos de interés. Esto hacía que las OFPML fueran perdiendo cada vez más peso. Para evitar esto el Eurosistema aumentó la financiación mediante esta vía. Para ello tuvo que llevar a cabo dos OFPML complementarias con el mismo vencimiento, la primera el 23 de agosto por 40 mm y la segunda el 12 de septiembre por 75 mm.

Tabla 2.5 Evolución de las OFPML 1999-2007

OFPML	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de operaciones	14	12	12	12	12	12	12	12	14
Oscilación de los importes adjudicados en mm	18	17	20	20-15	15	20-25	25-30	40	50
Tipo de interés de la subasta	Tipo interés fijo/múltiple	Tipo interés variab.							
Entidades participantes (media)	316	270	220	186	133	---	----	162	145

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

Capítulo 2

Operaciones de ajuste

La primera vez que este instrumento de política monetaria se puso en marcha fue durante el año 2000 cuando se ejecutaron dos operaciones de ajuste. La primera consistió en absorber liquidez debido a la elevada utilización de las facilidades de crédito el año anterior y al compromiso del BCE de evitar restricciones de liquidez durante el cambio de siglo, la operación se llevó a cabo mediante la captación de depósitos a plazo fijo. La segunda operación, ejecutada meses más tarde, de inyección de liquidez buscaba hacer frente a la inesperada y elevada utilización de las facilidades de depósito que tuvo lugar en este periodo.

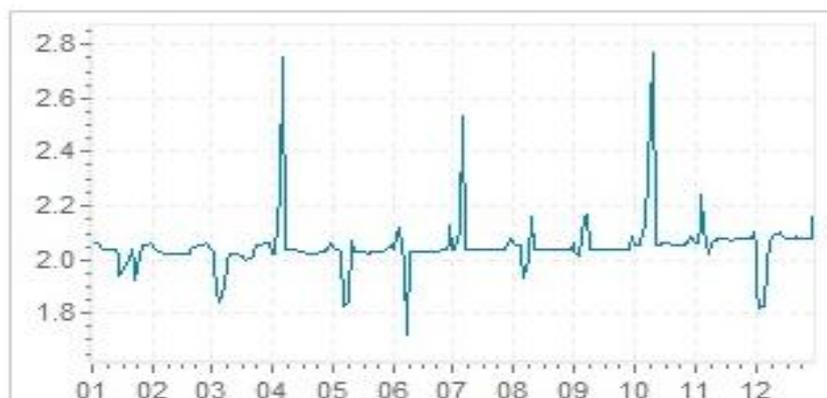
Un año más tarde el BCE se veía obligado a volver a ejecutar operaciones de ajuste como consecuencia de los atentados del 11 de Septiembre. Este ataque produjo incertidumbre en los mercados, por lo que el Eurosistema realizó dos operaciones de inyección de liquidez con las que consiguió normalizar la situación del mercado.

En el año 2002 se puso en marcha la moneda única en todos los países de la zona euro, esto llevo a un aumento de la demanda de billetes, que acabó con un aumento de la demanda de liquidez. Para acabar con esta situación el Eurosistema se vio obligado a realizar tres operaciones de inyección de liquidez para conseguir así hacer frente a la situación.

Al año siguiente se llevo a cabo una operación de absorción de liquidez que consistía en captar depósitos a plazo fijo con un interés fijo del 2,5%. Esta medida se tuvo que llevar a cabo como consecuencia del aumento de las facilidades marginales de crédito el último día del periodo de mantenimiento.

En 2004 las nuevas medidas de ejecución provocaron que durante el último periodo de mantenimiento el tipo EONIA acusara una mayor volatilidad debida a que la adjudicación de la última OPF se realizó ocho días antes del final del periodo. Este hecho hizo que se debieran hacer operaciones tanto de absorción como de inyección para controlar la inestabilidad que el EONIA producía en la liquidez. Fueron necesarias dos de absorción de liquidez y una de inyección para así restablecer la situación.

Gráfico 2.4: Evolución de los tipos EONIA en 2004



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

La política monetaria europea entre 1999- 2007

En 2005, las medidas llevadas a cabo en marzo de 2004 hicieron aumentar el número de errores de previsión de liquidez en el periodo entre el día de la adjudicación de la última OPF y el final del periodo de mantenimiento. El aumento de los errores hizo que el Eurosistema actuara para impedir una excesiva utilización de las facilidades permanentes que acabara con la estabilidad de la liquidez. Para ello se ejecutaron nuevas operaciones de ajuste de las cuales tres de ellas fueron de inyección y seis de absorción de liquidez. Con estas medidas se consiguió volver a la situación de equilibrio en la liquidez.

En 2006 los errores de previsión de liquidez provocaron que se tuvieron que llevar a cabo este tipo de operaciones en los últimos días de los periodos de mantenimiento, cuando se esperaba que sucedieran los desequilibrios. Para mantener la estabilidad de liquidez el BCE tuvo que realizar cinco operaciones de inyección y seis de absorción.

Antes de agosto de 2007 se realizaron seis operaciones de ajuste debido a los desequilibrios producidos por las medidas tomadas en marzo de 2004. De las cuales cuatro se ejecutaron para absorber liquidez del mercado y dos para inyectar. Con estas operaciones el mercado financiero volvió a su equilibrio de liquidez hasta agosto.

A partir del 8 de agosto se observó como las entidades de crédito empezaron a querer cumplir las condiciones de reservas mínimas al principio del periodo de mantenimiento y no a lo largo de este como lo llevaban haciendo. Esto provocó que el mercado monetario necesitara mayor liquidez, por tanto el BCE, para que los tipos de interés a muy corto plazo no se desestabilizaran, tuvo que tomar la determinación de realizar cinco operaciones de ajuste en un corto tiempo para inyectar liquidez al principio de este periodo. Durante el resto de la fase de mantenimiento la liquidez del mercado la proporcionaron las OPF.

Estas medidas no fueron suficientes y durante la etapa de mantenimiento (octubre y noviembre) el BCE observó como los tipos de interés a un día bajaban por lo que se vio obligado a volver a realizar operaciones de ajuste, en este caso de absorción de liquidez. Se tuvieron que realizar tres operaciones para conseguir que el mercado monetario se equilibrara, además de las ya comunes operaciones de absorción de liquidez que se llevaban haciendo desde 2004.

Con el cambio del plazo de la última OPF, el BCE buscaba conseguir que las entidades dispusieran de dinero al final del año, pero esta medida disminuyó los tipos de interés a un día por lo que se vio obligado a volver a actuar mediante operaciones de absorción de liquidez.

Capítulo 2

Tabla 2.6 Evolución de las operaciones de ajuste 1999-2007

O. Ajuste	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de operaciones	X	2	2	3	1	5	9	11	24
Adjudicación total	X	21,4	109,8	75	3,9	----	----	----	Nota ¹
Entidades participantes en total	X	81	108	174	12	----	----	----	127

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

Nota¹: El BCE absorbió 143,8 mm y proporcionó liquidez por importe de 20 mm.

Operaciones estructurales

Este tipo de instrumento fue utilizado por primera vez en 2001, fecha en la que se ejecutaron dos operaciones estructurales con vencimiento semanal persiguiendo el objetivo de normalizar los volúmenes de liquidez, ya que dos de las OPF ejecutadas en este año no habían recibido apenas peticiones. El BCE dotó de liquidez al mercado para solucionar este problema y volver a equilibrar la situación.

Tabla 2.7 Evolución de las operaciones estructurales 1999-2007

O. Estructur	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de operaciones	X	X	2	X	X	X	X	X	X
Adjudicación Total	X	X	126	X	X	X	X	X	X
Tipo de interés de la subasta	X	X	Tipo de interés variable	X	X	X	X	X	X

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

Facilidades permanentes.

Tanto las facilidades de crédito como las de depósito tienen por objetivo inyectar o absorber la liquidez del mercado. Además sus tipos de interés sirven como banda de fluctuación para el tipo a un día de mercado (EONIA). Esta banda de fluctuación se mantuvo constante durante todos los años analizados (Anexo 3)

En 1999 este tipo de operaciones tuvieron una alta adjudicación, principalmente las facilidades de crédito, debido al nuevo entorno al que el mercado interbancario debía ajustarse. Ya durante el año 2000 la gestión de las reservas mínimas por parte del Eurosistema fue más eficiente, por lo que se vio reducida la adjudicación media diaria de ambas operaciones. Aunque hay

La política monetaria europea entre 1999-2007

que destacar un repunte de las facilidades de depósito cuando, tras el periodo de mantenimiento, las entidades de contrapartida cumplieron los requisitos.

Durante el año 2001 la cantidad media diaria de adjudicación de las facilidades de crédito aumentó, mientras que la de depósito disminuyó debido a las situaciones de insuficiencia de puja.

En los años 2002 y 2003 se produjo una disminución de ambas facilidades como consecuencia de la mejora en las previsiones de las necesidades de liquidez ya que no se produjeron insuficiencias de puja. Al final del 2003 las facilidades de crédito sufrieron un repunte durante el último periodo de mantenimiento que hizo aumentar la media de adjudicación.

Entre 2004 y 2006 estas facilidades continuaron disminuyendo como consecuencia de la eficiencia del mercado interbancario hasta llegar a agosto de 2007, cuando el BCE recurrió a este tipo de operaciones para intentar estabilizar la situación que el mercado monetario europea estaba viviendo.

Tabla 2.8 Evolución de las facilidades de crédito 1999-2007

F. crédito	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Adjudicación media diaria en mm	1	0,4	0,7	0,47	0,269	----	0,106	0,1	0,2
Entidades que pueden participar en total	3.200	3.000	3.065	2.867	2.629	----	----	----	2.122

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

Tabla 2.9 Evolución de las facilidades de depósito 1999-2007

F. depósito	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Adjudicación media diaria en mm	0,8	0,5	0,4	0,14	0,24	----	0,12	0,2	0,5
Entidades que pueden participar en total	3.800	3.600	3.409	3.245	3.083	----	----	----	2.798

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

Sistema de reservas mínimas

En el primer año este tipo de operaciones cumplió sus dos funciones principales de manera eficiente. Consiguió estabilizar el tipo EONIA y la cantidad de reservas mínimas exigidas significó un porcentaje importante, un 50%, de las necesidades de financiación del sistema bancario. Durante el

Capítulo 2

comienzo del año se instauró un “periodo de gracia” de tres meses para conseguir que las entidades de crédito se adaptaran lo antes posible a la nueva situación. En este momento el BCE estableció un sistema de sanciones en caso de incumplimiento que se mantendría durante el resto de años. Las entidades se adaptaron rápido al nuevo sistema aunque, como observamos en la tabla 2.10 los casos de incumplimiento fueron más elevados que en el resto de años.

Este tipo de operaciones siguió funcionando de forma eficiente cumpliendo sus funciones principales. El único cambio que experimenta con respecto al año anterior fue la política de transparencia que puso en marcha el BCE. Con ella quería disminuir el número de entidades de contrapartida sancionadas, por lo que decidió publicar los porcentajes de penalización. En caso de incumplimiento la sanción sería del tipo marginal de crédito más un 2,5%, cuando la infracción tuviera lugar más de dos veces el porcentaje aumentaría hasta el 5% más el tipo marginal de crédito. Esta medida hizo disminuir el número de incumplimientos.

En 2001 el sistema continuó funcionando de forma eficiente cumpliendo sus dos funciones principales. Incluso consiguió aumentar el déficit estructural de liquidez del sector servicios con respecto al Eurosistema, mediante el aumento del nivel medio de reservas mínimas.

La integración de Grecia en el euro trajo consigo ajustes en la política monetaria en 2002. El principal cambio fue instaurarle a Grecia un periodo de mantenimiento de reservas distinto al del resto de países⁴⁶, además la entrada de un nuevo país hizo aumentar las reservas mínimas del Eurosistema.

Durante los siguientes años el sistema de operaciones continuó cumpliendo sus dos funciones de manera eficiente sin modificaciones en sus condiciones. En el 2005 el EONIA registró la volatilidad más baja de los últimos años como consecuencia de las medidas tomadas en marzo de 2004 que evitaron situaciones de previsión durante los periodos de mantenimiento.

Tabla 2.10 Evolución del sistema de reservas mínimas 1999-2007

S. R. Mínimas	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nivel medio de las reservas mantenido por las entidades	101,8	111,8	124	129,9	130,9	136,5	153,3	174,3	187,4
Entidades que pueden participar	7.900	7.521	7219	6.926	6.593	----	----	----	----
Incumplimientos por periodo mantenimiento	139	92	70	28	19	----	----	----	----

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

⁴⁶ El periodo de mantenimiento de Grecia comenzó el 01-01-2001 mientras que el del resto de países se inició como era habitual el 24-12-2000

CET

Capítulo 3:

La política monetaria europea entre
2007-2015

3.1.1 Adelantar la provisión de liquidez.

Esta medida se llevó a cabo tras las primeras turbulencias en agosto de 2007, cuando las entidades de crédito querían disponer de liquidez al principio del periodo de mantenimiento, como consecuencia de la incertidumbre que se presentaba con respecto a la liquidez.

Para adaptarse a esta nueva condición del mercado, el BCE comenzó a proporcionar liquidez al comienzo del periodo de mantenimiento, para que luego, durante el resto de la etapa la financiación se ajustara gradualmente a la baja, así se conseguía que el exceso de liquidez al final del periodo fuese cercano a cero, como antes de realizar esta medida.

Las adjudicaciones se llevaron a cabo principalmente, con mayores volúmenes de liquidez, mediante OPF al principio del periodo. El objetivo era disminuir la volatilidad de los tipos de interés a c/p y continuar con un marco operativo eficiente en lo que respecta a los tipos de interés a un día de las OPF. También aumentó la adjudicación de OFPML a tres meses, lo que elevó el plazo medio de vencimiento de la liquidez y disminuyó la incertidumbre de las entidades de crédito con respecto a su financiación

3.1.2 OFPML complementarias.

A parte de las OFPML a tres meses que se estaban aplicando desde la puesta en marcha de la política monetaria, el BCE llevó a cabo otro tipo de operaciones.

En primer lugar, desde su puesta en marcha en agosto de 2007, el objetivo era estimular la actividad del mercado mediante el acceso a una financiación con plazo más largo para así controlar el mercado a c/p, lo que lleva al control del tipo de interés EONIA y a disminuir la incertidumbre, con respecto a la financiación, que las entidades de crédito estaban viviendo durante el periodo.

Las primeras OFPML que se llevaron a cabo fueron a tres meses, como se venía haciendo hasta ahora. Tras ellas llegaron las de a seis meses, y ya durante la crisis de 2008 se pusieron en marcha las de plazo especial, con vencimiento a un año y por último las de a tres años de duración.

Todas las nuevas operaciones se llevaron a cabo de la misma forma que las OFPML a tres meses, en un primer momento mediante adjudicación a tipo variable, pero tras el 15 de octubre de 2008 se cambió a tipo fijo.

3.1.3 Operaciones ligadas a las operaciones de financiación a plazo en dólares.

A finales de 2007, consecuencia de las presiones del mercado monetario se pone en marcha una cooperación con la Reserva Federal de EE.UU. Esta medida consistía en que el Eurosistema podría conceder financiación a las entidades de crédito en dólares estadounidenses. Estas operaciones suponen

la primera vez en la que se producía una cooperación entre los bancos centrales relacionados con el mercado monetario.

En un primer momento el vencimiento de estas operaciones era a un mes, aunque más tarde, de forma complementaria se llevaron a cabo tanto a una semana como a tres meses. Para que las operaciones se pudieran llevar a cabo tenían que ser respaldadas por los activos de garantía, también se podían realizar mediante swap de divisas.

3.1.4 Subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Tras la intensificación de la crisis en 2008, el BCE tomó la determinación de que fueran las propias entidades de crédito las encargadas de intermediar a la hora de provisionar de liquidez al mercado⁴⁸. Para ello se pasó de la subasta a tipo de interés variable a una subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena de la liquidez que estas entidades demandan. En un principio esta medida fue aplicada solo a las OPF, pero a partir del 15 de octubre este nuevo tipo de subastas se aplicó a todas las OFPML tanto regulares como complementarias y a las operaciones en dólares estadounidenses.

Con esta medida se consiguió eliminar la incertidumbre de adjudicación lo que produjo un aumento significativo de provisión de liquidez causando excesos de liquidez durante el periodo de mantenimiento. Las entidades de crédito acumularon ese exceso de liquidez en las cuentas corrientes que tenían en el Eurosistema, colocandola en las facilidades de depósito, es por eso que este tipo de operaciones se elevaron en gran proporción (como veremos más adelante).

Gráfico 3.2 Saldo diario en las facilidades de depósito (media semanal)



Fuente: Informe Mensual Julio 2011 BCE

⁴⁸ Hasta el momento la función la llevaba a cabo el propio mercado monetario.

3.1.5 Operaciones complementarias de inyección de liquidez en francos suizos.

El 15 de octubre de 2008 se puso en marcha esta medida no convencional como consecuencia de las turbulencias que propició la crisis de 2008. En esta fecha el BCE y el Banco Nacional de Suiza anunciaron que comenzarían a prestar liquidez en francos suizos a las entidades de contrapartida mediante swap de divisas. El objetivo era hacer frente a las presiones que los tipos de interés a c/p estaban sufriendo, además de satisfacer las necesidades de financiación en francos que tenían las entidades de contrapartida.

El vencimiento inicial era semanal, aunque al poco tiempo de ponerse en marcha se realizaron operaciones excepcionales con vencimiento a tres meses.

Se dejaron de realizar el 31 de enero de 2010 tras la reacción de la demanda y de la mejora de las condiciones del mercado.

3.1.6 Ampliación de la lista de activos de garantía.

Para hacer frente al esperado aumento de liquidez con el cambio del tipo de subasta, el Consejo de Gobierno del BCE decidió ampliar temporalmente la lista de activos de garantía.

Desde el 22 de octubre de 2008 se amplió la calidad de los activos negociables y no negociables a BBB⁴⁹ a excepción de los bonos de titulización en los que la calidad crediticia siguió siendo A.

Otra medida que se lleva a cabo este mismo año es la de admitir a los instrumentos de renta fija que son emitidos por las entidades de crédito. Los instrumentos de renta fija eran los certificados de depósitos que no cotizan en mercados regulados pero que son aceptados por el BCE y los instrumentos de renta fija subordinados protegidos por una garantía.

El 14 de noviembre se volvió a ampliar la lista de activos con instrumentos de renta fija negociables emitidos en la zona del euro en dólares estadounidenses, libras esterlinas y yenes japoneses con la condición de que el emisor se encontrara dentro del EEE.

3.1.7 Programa de adquisición de bonos garantizados.

Durante los años analizados se han llevado a cabo tres Programas de adquisición de bonos garantizados (en adelante CBPP).

En mayo de 2009, el Consejo de Gobierno decidió llevar a cabo el primer CBPP con el objetivo de apoyar el crédito y reactivar el mercado de bonos

⁴⁹ La calidad crediticia varía desde BBB denominado calidad satisfactoria, A buena calidad, AA alta calidad y AAA calidad crediticia óptima.

garantizados. Este instrumento iría de julio de 2009 hasta junio de 2010, fechas en las que el Eurosistema compraría bonos garantizados en euros por valor de 60 mm de euros.

Un mes más tarde del fin del primer CBPP se puso en marcha el segundo denominado CBPP2 con el objetivo de mejorar los requisitos de financiación de las entidades de crédito y empresas. En este caso la adjudicación fue por un importe nominal de 40 mm de euros realizado en mercados primarios y secundarios siempre que cumplieran los requisitos. La finalización de este programa fue en octubre de 2012.

En octubre de 2014 el Consejo de Gobierno puso en marcha el tercer programa de adquisición de bonos garantizados (en adelante CBPP3), con el objetivo de mejorar la transmisión de la política monetaria. Igual que en los dos anteriores, el Eurosistema compró bonos garantizados en euros emitidos en la zona euro. Estos bonos tenían que cumplir unas condiciones para ser aceptados como activos de garantía. Se espera que esta operación tenga una duración de dos años.

3.1.8 Programa para los mercados de valores.

En mayo de 2010, el Consejo de Gobierno del BCE decide establecer una nueva medida no convencional. En este caso con el objetivo de mejorar el funcionamiento de algunos sectores del mercado de valores y transferir la política monetaria de forma eficiente dentro de la zona euro.

Este instrumento, denominado Programa para los mercados de valores (en adelante SMP) era ejecutado por los gestores de cartera del Eurosistema que se encargaban de comprar valores de renta fija en los mercados. Dichas compras se produjeron en mayo de 2010, marzo de 2011, agosto de 2011 y febrero de 2012. El 6 de septiembre se pone fin a esta medida, coincidiendo con la puesta en marcha de las Operaciones monetarias de compraventa (en adelante OMT).

3.1.9 Operaciones monetarias de compraventa.

En agosto de 2012, el Consejo de Gobierno del BCE decidió crear una nueva medida, las OMT que consistían en que el BCE tenía la opción de comprar bonos a uno o tres años en el mercado secundario de deuda pública.

Con esta medida se buscaba hacer frente a las convulsas situaciones que los mercados de deuda pública estaban viviendo como consecuencia de la crisis de la deuda soberana, para así cumplir el objetivo de la UME de mantener la estabilidad de precios. Este instrumento tenía que recoger unas características técnicas publicadas por el Consejo de Gobierno del BCE en septiembre de 2014 y son las siguientes: (BCE, 2012, 118)

- ✚ Condicionalidad: que se contiene en el programa de Facilidad Europea de Estabilización Financiera/el Mecanismo Europeo de Estabilidad (en

adelante EFSF/ESM). El Consejo de Gobierno determinará si las OMT están justificadas desde el punto de vista de la política monetaria.

- ✚ Cobertura: se utilizarán para programas de ajuste macroeconómico, de precaución del EFSF/ESM y en casos excepcionales para programas de ajuste macroeconómico de países de la eurozona cuando estén recuperando el acceso a los mercados de deuda.
- ✚ Trato a los acreedores: el Eurosistema recibirá el mismo trato que los acreedores privados participantes con respecto a la adquisición de bonos emitidos por países de la eurozona.
- ✚ Esterilización⁵⁰: la liquidez generada es esterilizada íntegramente.
- ✚ Transparencia: el BCE tiene que publicar tanto el saldo acumulado como el valor de mercado de las OMT con carácter semanal.

Ni en 2012 ni en 2013 esta medida se puso en funcionamiento.

El Tribunal Constitucional de Alemania planteó ante el Tribunal Constitucional de la UE que se trataba de una medida de carácter económico y no monetario y que además no respetaba la prohibición de financiación monetaria de los países miembros que se recoge en el Tratado de la UE. El abogado del Tribunal de Justicia de la UE contestó a Alemania diciendo que se trata de una medida monetaria no convencional.

3.1.10 Opción de reembolso.

En 2013 a las entidades participantes en las OFPML a tres años se les concedió la opción de reembolsar semanalmente los fondos obtenidos en ese tipo de operaciones lo que llevó a una reducción del exceso de liquidez.

3.1.11 Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivos específicos.

El 5 de junio de 2014 se pone en marcha un nuevo paquete de medidas con el objetivo de hacer frente al ineficiente funcionamiento de la política monetaria y mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. Entre estas nuevas medidas⁵¹ encontramos las ocho operaciones de financiación a plazo más largo con objetivos específicos (en adelante TLTRO) que el BCE llevó a cabo con la meta específica de estimular la concesión de créditos y desarrollar las condiciones de financiación de las entidades de crédito.

⁵⁰ Es un proceso que se realiza con el objetivo de anular el posible exceso de liquidez que se da tras realizar estas operaciones. Al comprar estos bonos, el BCE presta dinero, lo que hace aumentar la liquidez del sistema. Es por esto que se necesitan hacer operaciones de ajuste para contrarrestar el posible exceso.

⁵¹ A parte de esta medida también se produjo una nueva reducción de los tipos de interés oficiales del BCE (como se verá más adelante) y la puesta en marcha de dos programas de adquisición de activos del sector privado.

Las TLTRO consisten en dotar de financiación a largo plazo a las entidades de crédito durante cuatro años con unas condiciones atractivas. Se podía conseguir financiación igual al 7% del saldo vivo total de sus préstamos⁵² concedidos al sector privado no financiero de la zona euro a 30 de abril del 2014. El tipo de interés que se utilizó era el mismo que en las OPF más un diferencial fijo de 10 puntos. El tipo de interés no variaría en todo el periodo que dura la operación.

El 22 de enero de 2015, el Consejo de Gobierno decide modificar el tipo de interés de las seis operaciones que aún se encontraban operativas. Se eliminó el diferencial de 10 puntos para mejorar la eficiencia de las TLTRO.

Además, a partir de esta fecha las entidades de contrapartida podían adquirir financiación basándose en la evolución que seguían sus préstamos, cuanto mayor sea el importe de estos, mayor sería la financiación que podían obtener. El cálculo se realiza mediante un multiplicador del que se podrá obtener hasta el triple de la diferencia entre la financiación neta concedida y el valor de referencia.

Con el fin de controlar si la financiación se utiliza para aumentar el crédito, el BCE determinó unos requisitos que las entidades de contrapartida tenían que cumplir con respecto al volumen de financiación. En caso de incumplimiento tendrán que devolver los fondos obtenidos antes del vencimiento de las TLTRO. Las operaciones acabarán en septiembre de 2018.

Las TLTRO tienen tres características muy atractivas para las entidades de crédito:

- ✚ Tanto el tipo de interés como el vencimiento son más favorables que las que se ofrecen en el mercado.
- ✚ La participación en este instrumento suponía mejorar la imagen corporativa de la entidad debido a que se entendía como una participación en apoyo a la economía real.
- ✚ Las condiciones favorables mejoran la posición de las entidades de contrapartida en el mercado de crédito.

3.1.12 Programa de bonos de titulización de activos

El 21 de noviembre de 2014, el Eurosistema inicio la compra de bonos de titulización de activos (en adelante ABS) con el objetivo de impulsar la baja inflación y combatir la situación del crédito en la zona euro. Esta operación consiste en la compra de bonos respaldados por activos financieros⁵³.

⁵² No se tenían en cuenta los préstamos para la adquisición de viviendas

⁵³ Los más utilizados son préstamos, leasing, deuda personal, tarjetas de crédito, aunque cualquier activo con un flujo de ingresos puede ser un activo adecuado.

El BCE seleccionó unos gestores⁵⁴ para que se encargaran de comprar, en nombre del Eurosistema, bonos tanto en el mercado primario como secundario. A pesar de este nombramiento la decisión de compra la seguirá tomando el Eurosistema.

Con el ABS también se buscaba ampliar el balance para mantener la estabilidad de precios como consecuencia de los bajos tipos de interés a c/p de este periodo. La medida funcionó de forma contraria, a pesar de que el objetivo era llegar a valores de tres billones de euros, tras las primeras dos semanas el balance disminuyó en 1.580 millones de euros, quedándose por debajo de la cifra objetivo por aproximadamente un billón de euros.

Al final de 2014 el volumen de compra de este programa había alcanzado los 1,7 mm de euros, desde que el 21 de noviembre se pusiera en marcha. Centrándonos solo en el volumen observamos cómo es una cuantía reducida como consecuencia de que comenzaron en una época donde la actividad del mercado era escasa.

3.1.13 Programa de compras del sector público.

El 8 de marzo de 2015, Mario Draghi anunció que se iba a poner en marcha un programa de compras del sector público (en adelante PSPP) con el objetivo de invertir 60.000 millones de euros/mes adquiriendo activos tanto públicos como privados de la zona euro hasta septiembre de 2016.

Entre las condiciones del Programa encontramos que solo se podrán realizar adquisiciones en mercados secundarios, el vencimiento debe fluctuar entre 2 y 30 años, una rentabilidad de al menos igual a la que ofrecen las facilidades de depósito, recibimiento del mismo trato que los inversores privados.

Además los BCNs también tendrían la posibilidad de adquirir deuda emitida por organismos como la UE, el Banco Europeo de Inversiones (en adelante BEI) o el Instituto de Crédito Oficial (en adelante ICO), pero siempre coordinados por el BCE. De forma excepcional también se puede adquirir deuda de empresas públicas.

Cada BCN tiene la posibilidad de comprar deuda soberana de su país en la proporción de participación en el capital del BCE. Así la participación máxima del Banco alemán será del 25,7%, la del francés del 20,3% o la del español del 12,6%. En caso de que la operación incurra en pérdidas, el 80% de estas son asumidas por el BCN correspondiente, mientras que el 20% restante le corresponde al BCE.

⁵⁴ Los gestores de activos serán Amundi & Amundi Intermédiation; Deutsche Asset & Wealth Management International; ING Investment Management, y State Street Global Advisors.

3.2 Desarrollo de la instrumentación de la política monetaria

Tras la inestabilidad vivida a partir de agosto de 2007 el BCE empieza a tomar medidas para combatir sus problemas.

Para hacer frente a las tensiones de los mercados monetarios consecuencia de las turbulencias financieras, el BCE determina una serie de medidas consistentes en adelantar la provisión de liquidez, ampliar el plazo medio de vencimiento de las operaciones de mercado abierto y realizar acciones ligadas a las operaciones de financiación a plazo en dólares, además de las OFPML complementarias que ya había puesto en marcha durante el segundo semestre de 2007.

En septiembre de 2008 se produce la quiebra del banco de inversiones estadounidense Lehman Brothers que hace entrar al mundo en la peor crisis social, económica y financiera que se había vivido en décadas. Para hacer frente al deterioro de los mercados financieros el BCE adoptó, en octubre, la decisión de garantizar el acceso a la liquidez de las entidades de crédito solventes, con el objetivo de mejorar la eficiencia de un mercado monetario dañado, tomando para ello la medida de cambiar la adjudicación de los instrumentos de política monetaria a tipo de interés fijo con adjudicación plena⁵⁵, realizar nuevas OFPML complementarias, iniciar operaciones de inyección de liquidez en dólares y francos suizos y ampliar la lista de activos de garantía.

Para hacer frente a dicha situación el Consejo de Gobierno decide variar los tipos de interés de las OPF (ver anexo 1) hasta en cuatro ocasiones durante el segundo semestre del año, aumentándolos en un principio hasta el 4,25% para luego disminuirlos al 3,75%, 3,25% y 2,5% en cada una de sus tres siguientes variaciones. En este mismo periodo también se toma la determinación de aumentar la banda de fluctuación marcada por las facilidades permanentes (ver anexo 3) en un 0,25% hasta el 8 de octubre, fecha en la que el Consejo de Gobierno decide reducirla a niveles de años anteriores.

Durante el año siguiente, el BCE siguió aplicando medidas no convencionales para combatir las tensiones, a pesar de no iniciar ninguna nueva medida sí que llevó a cabo OFPML complementarias novedosas hasta el momento con el objetivo de que todas las entidades de crédito pudieran acceder a la liquidez. Además el Consejo de Gobierno volvió a modificar el tipo de interés de los instrumentos de política monetaria en cuatro ocasiones situándose el tipo de interés de las OPF, a partir mayo, en un mínimo histórico del 1%. Los tipos de interés de las facilidades permanentes también alcanzaron sus mínimos históricos situándose en un 1,75% el tipo de interés de las facilidades de crédito y en un 0,25% las facilidades de depósito.

⁵⁵ Este nuevo tipo de adjudicación hizo que el saldo de las operaciones de financiación lo determinara la demanda de las entidades de contrapartida y no la oferta del Eurosistema como había ocurrido hasta el momento.

Capítulo 3

En 2010 estalla la crisis de deuda soberana tras el anuncio del elevado déficit fiscal de Grecia (13,8% del PIB). La situación provoca días más tarde que tanto los países de la UE como el Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI) se vieran obligados a rescatar al país con una ayuda financiera de 110 mm euros⁵⁶. Esta crisis se extendió por otros países europeos en los que su situación fiscal ofrecía dudas al mercado.

Para combatir la situación, en junio se creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (en adelante EFSF) para financiar a todos los países de la eurozona con problemas. Así a finales de este año se tuvo que utilizar este mecanismo para hacer frente a la situación de Irlanda a la que se le inyectaron 85 mm € a cambio de recapitalizar el sistema financiero, un programa de reformas estructurales y otro de consolidación fiscal.

Debido a la crisis que se estaba viviendo desde 2007 y a la crisis soberana, el BCE volvió a instaurar nuevas medidas, en este caso consistían en un programa de adquisición de bonos garantizados y en un programa para los mercados de valores, destinados ambos a acabar con el mal funcionamiento de algunos sectores del mercado financiero. Además, se determinó empezar a retirar algunas de las medidas introducidas al inicio de la crisis en 2008. Se suspendieron las OFPML complementarias a seis y doce meses, las operaciones de inyección de liquidez en dólares y en franco suizos. El BCE volvió a instaurar el procedimiento de las subastas a tipo de interés variables en las OFPML regulares.

Igualmente durante este periodo el BCE no varió los tipos de interés de los instrumentos de política monetaria, manteniéndolos así en su porcentaje mínimo desde 1999.

Durante el año siguiente (2011) la política monetaria del BCE siguió delimitada por los compromisos para hacer frente a las tensiones en los mercados financieros, es por esto que se continuó con las dos nuevas medidas que puso en marcha en 2010. A diferencia del periodo anterior, en este sí se llevaron a cabo modificaciones en los tipos de interés del BCE hasta en cuatro ocasiones. En abril el Consejo de Gobierno decidió aumentarlos hasta el 1,25% el tipo de las OPF y en un 2% y 0,5% el tipo de la facilidad marginal de crédito y depósito respectivamente. En agosto se decide volver aumentar todos en un 0,25%, para meses más tarde disminuirlos, primero hasta los valores de abril y en diciembre alcanzando los valores de principios de año (1% tipo de interés de las OPF, 1,75% tipo de la facilidad marginal de crédito y 0,25% el de la facilidad de depósito).

La crisis de la deuda soberana siguió implicando a países de la eurozona, en este caso fue Portugal, al que el EFSF debió rescatar con un presupuesto de 78 mm de euros en tres años a cambio de un paquete de medidas entre las que se encuentra una reforma estructural para aumentar el crecimiento, estabilización del sistema financiero y una consolidación fiscal. Además en junio de 2012 el Consejo de Gobierno del BCE determinó que

⁵⁶ De los cuales 80 mm de euros salía de los países de la UE y los 30 mm euros restantes del FMI.

Grecia no iba a poder cumplir los requisitos del primer rescate, por lo que se acordó llevar a cabo un nuevo rescate para evitar la inestabilidad en el mercado europeo. Este nuevo rescate incluía 109 mm de euros prestados por el EFSF con reducciones en los tipos de interés acordados en el primer rescate y el aumento de los plazos de vencimientos. El sector privado también participó en el rescate contribuyendo entre 2011 y 2014 con 50 mm de euros.

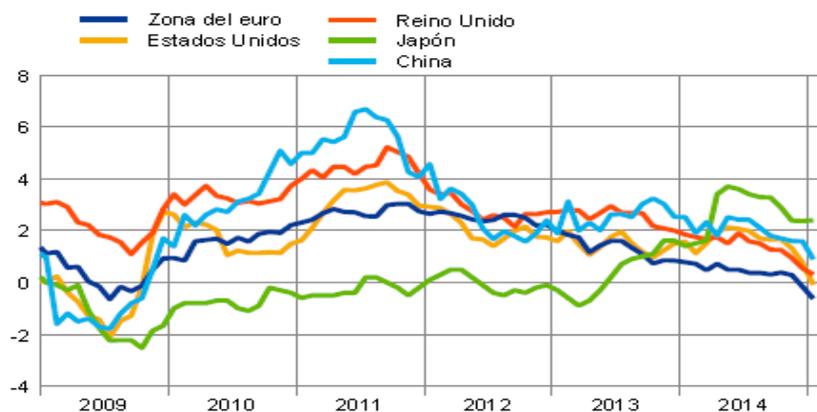
Igual que sucedía en años anteriores, en 2012 el BCE impuso nuevas medidas, en este caso fueron las operaciones monetarias de compraventa. Además acabó las otras dos que había puesto en funcionamiento un año antes. También variaron los tipos de interés, en este caso tan solo disminuyeron una vez en julio quedándose en 0,75% el tipo de interés de las OPF, 1,5% el tipo marginal de crédito y en 0% el tipo de depósito alcanzando así mínimos que nunca antes se habían dado.

En este año la crisis soberana afectó a España, cuando en junio de 2012, Luis de Guindos (Ministro de Economía) pedía ayuda a la eurozona para hacer frente a los problemas del país. Aunque no se recoge la cuantía de este nuevo rescate se estima que no llegó a los 100.000 millones de euros que la UE ofrecía como máximo.

En 2013, el BCE decidió que las entidades de contrapartida tendrían la opción de reembolsar semanalmente fondos obtenidos en las OFPML a tres años adjudicados en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Además el Consejo de Gobierno varió los tipos de interés en dos ocasiones, la primera disminuyendo el tipo de interés de las OPF hasta el 0,5% y el tipo marginal de crédito hasta el 1%, estrechando así la banda de fluctuación. En noviembre estos intereses volvieron a reducirse hasta el 0,25% en el caso de las OPF y del 0,75% en las facilidades de crédito. El tipo de interés de las facilidades de depósito se mantuvo inalterable en 2011 situado en un 0%.

En 2014 la tasa de inflación de la UE siguió la tendencia a la baja que experimentaba desde 2011 aunque, durante este periodo el descenso fue más pronunciado como consecuencia del conflicto entre Rusia y Ucrania, por el que el precio de muchos productos como la energía o materias primas descendió. Esto hizo que la inflación de la UE bajara hasta el 0,4%, muy lejos del objetivo primero de UE de mantener la estabilidad de precios en torno al 2%. Para hacer frente a la inestabilidad de precios y que la inflación volviera a sus valores normales, el BCE tomó la determinación de aumentar el balance del Eurosistema con medidas no convencionales.

Gráfico 3.3 Evolución de la tasa de inflación



Fuente: Informe anual 2014 BCE

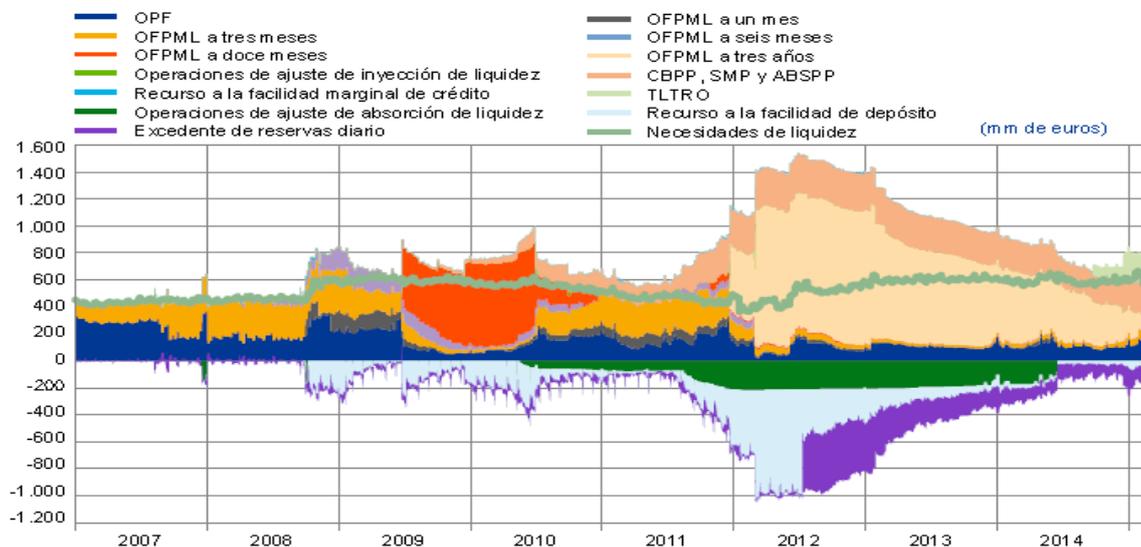
Además de estas medidas también se pusieron en marcha otras como la reducción de los tipos de interés a corto plazo y la puesta en marcha de dos programas de adquisición de activos del sector privado, con el objetivo de restaurar el funcionamiento de la política monetaria.

La medida de disminuir los tipos de interés hizo que estos alcanzarán los valores más bajos desde que se aplica una política monetaria europea. El tipo de interés de las OPF disminuyó hasta el 0,05% y el de las facilidades de depósito alcanzó, por primera vez en su historia valores negativos llegando hasta el -0,2%⁵⁷, también se redujo el tipo de interés de las operaciones de crédito hasta alcanzar el 0,3%. Para hacer frente a esta disminución el Consejo de Gobierno amplió la adjudicación plena de las OPF y de las OFPML, así las entidades de contrapartida aumentarían su participación.

Ya en 2015 el Consejo de Gobierno del BCE decidió ampliar su programa de compras de activo y modificar los tipos de interés de las TLTRO para hacer frente al prolongado periodo de baja inflación, además de seguir manteniendo sus tipos de interés oficiales.

⁵⁷ Este hecho supuso un aliciente para que las entidades negociaran más en los mercados interbancarios, condición esencial para el buen funcionamiento del mercado.

Gráfico 3.4 Operaciones de inyección y de absorción de liquidez realizadas por el Eurosistema desde 2007



Fuente: Informe anual BCE 2014

Operaciones principales de financiación

Durante el primer semestre de 2008 este tipo de operaciones se vinieron desarrollando como a finales de 2007. Por tanto siguieron perdiendo importancia en favor de las OFPML hasta que en octubre, tras la quiebra de Lehman Brothers, el BCE debió modificar este tipo de operaciones para hacer frente a las turbulencias del mercado financiero. El 15 de octubre se tomó la determinación de realizar este tipo de operaciones mediante tipo de interés fijo y adjudicación plena, lo que aumentó de forma considerable tanto los importes de adjudicación como las entidades de contrapartida que participaron en ella. Este aumento fue importante sobre todo durante los meses de octubre y noviembre, cuando más entidades de crédito quisieron formar parte en este tipo de operaciones como consecuencia de los obstáculos que presentaba el mercado monetario a la hora de conseguir financiación, además de porque algunas entidades de contrapartida prefirieron endeudarse con el BCE en vez de con el mercado.

Durante el periodo de 2009 a 2014 las OPF fueron perdiendo cada vez más importancia por el abundante exceso de liquidez que resultada de las OFPML a uno y tres años. Esto hizo disminuir tanto la adjudicación de liquidez como las entidades de contrapartida participantes.

Capítulo 3

Tabla 3.1 Evolución de las OPF entre 2008 y 2014

OPF	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Número de operaciones	52	52	52	52	52	53	52
Oscilación de los importes adjudicados en mm	175/ 291 ²	149,8	133,8	159	98	108	110
Tipo de interés de la subasta	T. interés variable/fijo ¹	T. interés fijo					
Entidades participantes (media)	443	401	115	190	95	76	---

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

- 1 A partir del 15 de Octubre de 2008 se ejecutan a tipo variable como consecuencia de las turbulencias que la quiebra de Lemman Brothers tuvo en el mercado.
- 2 Se diferencian dos periodos hasta el 8 de Octubre de 2008, con tipos de interés variable la adjudicación media es de 175, mientras que el resto del año la media pasa a ser de 291.

Operaciones de financiación a plazo más largo.

La importancia de este tipo de operaciones se siguió manteniendo⁵⁸ durante estos años analizados. En 2008, a parte de las OFPML complementarias que se iniciaron en la segunda mitad de 2007 y las OFPML regulares, se llevaron a cabo nuevos tipos de operaciones. Se inician OFPML con vencimiento a seis meses con el objetivo de normalizar la situación del mercado. A partir de octubre se llevaron a cabo cuatro operaciones complementarias por cada periodo de mantenimiento⁵⁹, dos de ellas con vencimiento a tres meses, una a seis y otra a plazo especial (según la duración del periodo de mantenimiento). Esta ampliación de las operaciones hizo que aumentara la importancia de financiación llegando al 72% al final del año.

En 2009 se siguió utilizando los tres tipos del año anterior, tanto las OFPML a tres meses, a seis meses y con plazo especial. Además inició un nuevo tipo de operaciones, las OFPML con vencimiento anual, a partir de mayo. Desde este mes se llevaron a cabo tres de estas operaciones, las dos primeras liquidadas en junio y octubre mediante subasta a tipo de interés fijo y la última realizada en diciembre mediante el tipo mínimo de puja. Este tipo de operaciones tuvieron gran importancia suponiendo a final del año el 82%⁶⁰ de la financiación total.

⁵⁸ Antes de las turbulencias del mercado en agosto de 2007 este tipo de operaciones proporcionaban el 30% de la financiación, frente al 60% que se alcanzó durante el primer mes de 2008.

⁵⁹ Un año tiene doce periodos de mantenimiento (ANEXO 4)

⁶⁰ Al final de este año (2009) las OPF supusieron el 11% de la financiación total, mientras que las OFPML a tres meses representaron el 3% y las de vencimiento a seis meses el 4%. Las operaciones de financiación a plazo más largo tan solo supusieron el 0,4%.

La política monetaria europea entre 2007-2015

En 2010 se empezaron a retirar medidas no convencionales que se habían instaurado en los dos años anteriores. Se suspendieron las OFPML a seis meses y las operaciones complementarias a tres. Además se decidió que desde mayo las OFPML regulares se llevarían a cabo mediante tipo de interés variable y no a tipo fijo como se había decidido. También se modificaron las operaciones a plazo especial haciendo coincidir su vencimiento con el del periodo de mantenimiento. A pesar de haber sido suspendidas las OFPML a seis meses de la forma que se venían haciendo hasta ahora sí que se llevaron a cabo dos operaciones de este tipo pero mediante adjudicación plena. Esta medida fue tomada por el BCE en mayo para hacer frente a las tensiones que se habían observado durante las semanas anteriores en algunos sectores del mercado financiero.

En 2011 se siguieron utilizando todas las OFPML, tanto regulares como complementarias que se habían llevado a cabo hasta el momento. En este periodo, debido a las turbulencias provocadas en algunos sectores del mercado financiero, el BCE decidió iniciar un nuevo tipo de OFPML con vencimiento a tres años que se adjudicarían con el tipo medio de las OPF. En su primer año se adjudicaron 489,2mm entre las 523 entidades de contrapartida participantes. En 2012 se realizaron dos operaciones de este tipo suponiendo una adjudicación de 1.000mm de € entre las 800 entidades participantes. Además se siguieron realizando sin variaciones el resto de OFPML complementarias.

En 2013 a las entidades participantes en las OFPML a tres años se les concedió la opción de reembolsar semanalmente los fondos obtenidos en ese tipo de operaciones lo que llevó a una reducción del exceso de liquidez. En 2014 las entidades de crédito siguieron utilizando de forma abundante la opción de reembolso, llegando a 334 mm en este año.

Tabla 3.2 Evolución de las OFPML regulares 2008 y 2014

OFPML	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Oscilación de los importes adjudicados en mm	50 ¹	Nota ³	45,1	72,7	14,4	7,2	11
Tipo de interés de la subasta	T. interés variable/fijo ²	T. interés fijo	T. interés variable/fijo	T. interés variab	T. interés variab	T. interés variab	T. interés variable
Entidades participantes (media)	157	8-133	---	123	---	46	---

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

¹ Es el importe adjudicado en las OFPML y las OFPML complementarias a tres meses menos dos de ellas que se adjudicaron 60 mm

² A partir del 15 de Octubre de 2008 se ejecutan a tipo variable como consecuencia de las turbulencias que la quiebra de Leman Brothers tuvo en el mercado.

³ La adjudicación total de todas las OFPML tanto regulares como complementarias oscilo entre 617 mm y 309 mm.

Capítulo 3

Tabla 3.3 Evolución de las OFPML con plazo especial entre 2008 y 2014

OFPML	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Oscilación de los importes adjudicados en mm	617 ¹	Nota ²	5,7-68	66,8	17,8	5,3	---
Entidades participantes (media)	210/97 ²	8-147	7-56	47	26	21	---

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

¹ la adjudicación total de todas las OFPML tanto regulares como complementarias fue 617mm €

² las 210 entidades participaron en la subasta a tipo de interés variables en total, mientras que las 97 son las entidades medias que participaron en estas operaciones con subasta a tipo fijo.

³ La adjudicación total de todas las OFPML tanto regulares como complementarias osciló entre 617 mm y 309 mm.

Operaciones de ajuste

Durante el año 2008 el BCE realizó 25 operaciones de ajuste para gestionar la liquidez y controlar los tipos de interés del mercado. Algunas de ellas, en este caso 12 ya se venían haciendo años atrás al final de los periodos de mantenimiento. En el mes de enero se realizaron operaciones de absorción de liquidez para hacer frente al exceso de oferta provocado por la disminución de las tensiones al final del año anterior. Dos meses más tarde se volvieron a realizar, pero en este caso de inyección de liquidez como consecuencia de las tensiones tras los graves problemas de Bear Stearns⁶¹. Ya en el segundo semestre, entre septiembre y octubre, el BCE tuvo que llevar a cabo nuevas operaciones tanto de inyección como de absorción para hacer frente a las turbulencias que el mercado estaba viviendo con el desplome de Lehman Brothers.

También, en octubre se tomó la determinación de que todas las entidades de contrapartida participantes en operaciones de mercado abierto podrían formar parte de estas operaciones y no solo una pequeña selección como se había hecho hasta el momento. Esto trajo consigo un pequeño aumento de la participación de estas entidades en las operaciones del resto de años.

Durante los años siguientes el BCE realizó las doce operaciones de inyección típicas al final de los periodos de mantenimiento por las mismas causas que hemos explicado antes, hasta que el 14 de diciembre de 2011 el BCE decide interrumpir este tipo de operaciones. A parte de estas operaciones en estos tres años también se realizaron nuevas operaciones de ajuste aunque sin especificar el número.

⁶¹ Era el quinto banco de inversiones estadounidense que fue comprado por otro banco estadounidense, el JP Morgan por un precio simbólico (270 millones de dólares) tras haberse declarado en quiebra.

En 2010, 2011, 2012 y 2013 las operaciones de ajuste de absorción de liquidez iban destinadas a absorber el exceso de liquidez provocado por el Programa de Mercados de Valores. Para ello el BCE llevo a cabo operaciones semanales de captaciones de depósitos a plazo fijo por la misma cuantía que en el Programa para los Mercados de Valores.

En junio de 2014, el BCE suspendió las operaciones de ajuste que servían para absorber la liquidez del Programa para Mercados de Valores. Esto dio lugar a un exceso de liquidez que el mercado palió con la menor participación en el resto de operaciones de financiación.

Tabla 3.4 Evolución de las operaciones de ajuste entre 2008 y 2014

O. Ajuste	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Número de operaciones	25	12	12 ²	12 ²	Nota ²	Nota ²	12
Adjudicación media (mm)	---	154	232	154	---	---	X
Entidades participantes en total	136 ¹	136	171	136	---	---	X

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

¹Hasta el 5 de octubre el Eurosistema elegía a las entidades que podían participar en este tipo de operaciones, pero a partir de esta fecha se decide que todas las entidades de contrapartida pueden participar.

² Tan solo se tienen en cuenta las operaciones de ajuste al final de los periodos de mantenimiento ya que no se especifica el número de operaciones realizadas en todo el año.

Operaciones estructurales

Durante el segundo periodo analizado no se llevaron a cabo operaciones estructurales

Facilidades Permanentes

Tras octubre de 2008 la banda de fluctuación en este tipo de operaciones empieza a variar (como se ha explicado al comienzo de este apartado). Este hecho junto con el aumento de las adjudicaciones de las operaciones de mercado abierto hace que se dispare el uso de las facilidades de depósito, principalmente (como ya había ocurrido en años anteriores) al final de los periodos de mantenimiento cuando más entidades de contrapartida cumplían los requisitos y pasaban a formar parte de las entidades de contrapartida.

Con respecto a las facilidades marginales de crédito también sufrieron un aumento a partir de octubre de 2008 como consecuencia de las medidas tomadas por el BCE de disminuir los tipos de interés de estas operaciones y el aumento de la incertidumbre relacionada con las necesidades de liquidez del mercado.

Capítulo 3

Durante los dos años siguientes la banda continuó fluctuando, incluso en mayo de 2009 se estrechó como consecuencia de la no variación de los tipos de las facilidades de depósito para evitar que alcanzara valores del 0% y seguir incentivando las operaciones a un día sin garantía. La utilización diaria de las facilidades de depósito continuó siendo muy elevada durante todo el año como consecuencia del aumento de adjudicación de liquidez en las operaciones de mercado abierto a tipo de interés fijo. Las facilidades marginales de crédito descendieron con respecto al año anterior como consecuencia de la menor incertidumbre en relación a las necesidades de liquidez y a las elevadas adjudicaciones en las operaciones de financiación.

En 2011 los tipos de interés de ambos tipos de operaciones fluctúan, lo que hace que la adjudicación media varíe. Durante el periodo disminuyen las facilidades de depósito como consecuencia del descenso de este tipo de operaciones en el primer semestre del año debido a la importancia de los nuevos instrumentos no convencionales sobre la liquidez del sector. Por el contrario las facilidades de crédito sí aumentan su adjudicación como consecuencia de la disminución de sus tipos de interés.

Un año más tarde, mientras que la utilización de las facilidades marginales de crédito se mantienen estables, la ejecución de las facilidades de depósito aumenta de manera considerable durante el primer semestre, ya que a partir de julio, cuando el tipo de interés de estas operaciones pasa a ser del 0% las entidades prefieren mantener el dinero en sus cuentas corrientes en lugar de depositarlo en facilidades. Esto hace que durante los dos años siguientes sigan la tendencia y por tanto la cantidad de adjudicaciones de este tipo de operaciones continúe disminuyendo.

Tabla 3.5 Evolución de las facilidades de crédito entre 2008 y 2014

F. crédito	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Adjudicación media diaria en mm	0,9/6,7 ¹	1	0,62	2,1	1,76	0,47	---
Entidades que pueden participar en total	2.267	2.401	2.395	2.605	2.321	1.983	---

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

¹ Hasta el 8 de octubre la adjudicación media fue de 2,5, pero a partir de esta fecha la media aumentó hasta 208,5 como consecuencia de las medidas explicadas anteriormente.

Tabla 3.6 Evolución de las facilidades de depósito entre 2008 y 2014

F. depósito	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Adjudicación media diaria en mm	2,5/208,5 ¹	109	145,9	120	484,3	93,2	50,7
Entidades que pueden participar en total	2.802	2.775	2.789	2.976	2.910	2.460	---

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

¹ Hasta el 8 de octubre la adjudicación media fue de 2,5, pero a partir de esta fecha la media aumentó hasta 208,5 como consecuencia de las medidas explicadas anteriormente.

Sistema de reservas mínimas

Las reservas mínimas en 2008 aumentan como consecuencia del crecimiento de los pasivos a corto plazo⁶² que determinan el porcentaje de reservas en las entidades de crédito, manteniéndose estables hasta 2012.

La razón por la que en 2012 disminuye la cantidad es la aprobación en diciembre de 2011 de la reducción del coeficiente de reservas mínimas al 1%, para así intentar apoyar el crédito de estas entidades.

Además este tipo de operaciones desempeña, como ya hemos dicho en el capítulo anterior dos funciones esenciales, la ampliación del déficit de liquidez del sistema bancario⁶³ y la estabilización de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Ambas funciones las llevó a cabo de forma menos eficiente que en años anteriores como consecuencia de las turbulencias del mercado y de la búsqueda por parte del BCE de adoptar nuevas medidas y variar los tipos de interés para conseguir acabar con la situación lo antes posible.

Tabla 3.7 Evolución del sistema de reservas mínimo entre 2008 y 2014

S. R. Mínimas	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nivel medio de las reservas mantenido por las entidades	210,8	216	212	208	106	104,7	

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

⁶² Consecuencia de la situación de inestabilidad del mercado, las entidades de crédito prefieren financiarse a corto plazo en lugar de a largo.

⁶³ Esto significa que se encarga de las necesidades de financiación de las entidades de crédito recurriendo al Eurosistema, garantizando así una financiación ininterrumpida al Eurosistema y el control de los tipos de interés a corto plazo.

Operaciones de financiación a plazo en dólares.

En su puesta en marcha se llevaron a cabo dos operaciones con plazo mensual y tipo de interés fijo, proporcionando una financiación de 10 mm de dólares, cantidad que no tuvo consecuencias en la liquidez en euros, aunque sí consiguió disminuir las necesidades de dólares estadounidenses de las entidades de crédito y por tanto la demanda de liquidez. Siguieron funcionando en 2008 renovándose tanto en enero como en marzo sin variaciones en sus condiciones. En julio este tipo de medidas se reforzaron para facilitar las necesidades de crédito de la eurozona. Ya en septiembre de 2008, con el estallido de la crisis de las hipotecas suprime se introdujeron operaciones con vencimiento a un día y tipo de interés variable, lo que aumentó el volumen de adjudicación e hizo que alcanzaran sus máximos niveles de adjudicación con 293 mm de dólares.

Durante el año de 2009 se continuaron realizando mediante subasta a tipo de interés fijo con diferentes vencimientos (se introdujeron las operaciones con vencimiento a tres meses). A finales de año se suspendieron las realizadas en swaps de divisas. Estas operaciones desaparecieron por completo en febrero de 2010.

Operaciones complementarias de inyección de liquidez en francos suizos.

Como ya hemos dicho, se pusieron en marcha en octubre de 2008 con vencimiento a tres meses, aunque pronto se llevaron a cabo un nuevo tipo con vencimiento semanal. El importe de las subastas comenzó siendo de 20 mm de euros para las semanales y de 5 mm para las trimestrales. La demanda de estas operaciones fue escasa, por debajo del resto de operaciones de inyección de liquidez con un 0,6 las de vencimiento semanal y 0,1 las trimestrales. En 2009 se llevaron a cabo 51 operaciones.

Se dejaron de utilizar el 31 de enero de 2010 por las causas descritas anteriormente.

Además de las operaciones en dólares estadounidenses y francos suizos también se llevaron a cabo operaciones de liquidez con bancos nacionales de países no pertenecientes a la zona euro.

Tanto en octubre como en noviembre de 2008 el BCE decidió llevar a cabo acuerdos para hacer de proveedor a algunos bancos nacionales fuera de la zona euro para así mejorar la situación de liquidez de los mercados financieros de estos países. Los acuerdos se realizaron con el Magyar Nemzeti Bank (Banco Nacional de Hungría) al que cedió de forma temporal 5 mm de euros y con el Narodowy Bank Polski (Banco Nacional de Polonia) con la cesión de 10 mm. Además se estableció con el Danmarks National Bank (Banco Nacional de Dinamarca) un acuerdo temporal por importe de 12 mm.

Programa de adquisición de bonos garantizados

Con la puesta en marcha del primer CBPP, el Eurosistema adquirió 60 mm euros en bonos garantizados por lo que se cumplió el objetivo de activar el mercado primario de bonos garantizados. Durante este periodo se registraron 175 emisiones de bonos nuevas que se pusieron a disposición de las entidades de contrapartida a cambio de activos garantizados.

A fecha de conclusión del CBPP2 el 31 de octubre de 2012, el Eurosistema había adquirido 40 mm de euros con la idea de completar las compras en dicha fecha. El BCE tuvo que disminuir el ritmo de las adjudicaciones debido al aumento de la demanda de los bonos garantizados en la zona euro. Igual que el caso anterior las adjudicaciones se dieron tanto en el mercado primario como secundario.

En octubre de 2014 el Eurosistema inicio su CBPP3 comprando bonos por 29,6 mm de euros hasta diciembre de este año. Este tercer programa se está llevando a cabo de manera efectiva a pesar del descenso de la demanda de bonos garantizados, con adquisiciones en gran cantidad de países. Se basa principalmente en el mercado secundario para conseguir financiación, ya que en el mercado primario tan solo se ha adquirido el 18% de dicha financiación.

Programa para los mercados de valores

El 31 de diciembre de 2010, tras el primer SMP, el Eurosistema ha comprado 73,5 mm euros en los mercados de valores. El BCE se vio obligado a realizar operaciones de ajuste para absorber el exceso de liquidez generado por este programa.

Con respecto a las dos compras realizadas en marzo y agosto de 2011 se compraron 144,6 mm de euros y 211,4 mm de euros respectivamente.

En la última SMP la adquisición del Eurosistema fue de 178,8 mm de euros, cifra que disminuyó con respecto al año anterior como consecuencia de la participación en la oferta pública de recompra que llevo a cabo la Irish National Treasury Management Agency⁶⁴ vendiendo su cartera de valores irlandesa que se encontraba dentro de dicho programa.

Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivos específicos.

En las dos primeras⁶⁵ TLTRO se obtuvieron unos fondos de 212,4mm de euros participando 469 entidades de contrapartida. Se llevó a cabo la opción de que se crearan grupos TLTRO entre entidades que sí cumplían los requisitos de contrapartida y aquellas que a pesar de no cumplirlos querían acogerse al instrumento, por lo que sumando estas uniones la participación fue de 1.223 entidades.

⁶⁴ Organismo que gestiona los activos y pasivos de Irlanda desde su creación en 1990.

⁶⁵ Se llevaron a cabo en septiembre y en diciembre

CET

Capítulo 4: Conclusiones

A lo largo del trabajo he analizado la evolución tanto de la creación de la UME como de las medidas que esta tomaba para hacer frente a las diferentes situaciones a las que iba enfrentándose. Este análisis me ha hecho extraer una serie de conclusiones.

4.1 Conclusiones

Como hemos repetido a lo largo del trabajo, desde la puesta en marcha de la UME en 1999 se recoge en los tratados que el objetivo prioritario de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios.

Este objetivo instauró la obligación de no alcanzar una inflación mayor al 2%, pero sin poner un límite inferior, lo que ha provocado ciertas discusiones sobre cuál es el óptimo para el crecimiento sostenible de la UME.

Una vez que se determinó el objetivo se instauraron los instrumentos necesarios para poder llevarlo a cabo. Los principales, las operaciones de mercado abierto surten de liquidez al mercado financiero, tanto a corto como a largo plazo. Además de estas, las facilidades permanentes buscan ajustar la liquidez a un día, mientras que las reservas mínimas intentan que las entidades que van a formar parte en los instrumentos mantengan un porcentaje de recursos líquidos como reservas. Los tipos de interés de estas operaciones, fijadas por el Consejo de Gobierno, serán los que determinen el “pasillo” por el que fluctuarán el resto de tipos de interés del mercado monetario como el EONIA.

Como ya hemos analizado, los cuatro instrumentos han funcionado de forma eficiente, cumpliendo así el objetivo común de mantener la estabilidad de precios, fluctuando en torno al 2% en la UME.

Salvando momentos turbulentos como el 11-S, donde la UE vio necesario realizar operaciones estructurales, la política monetaria no sufrió variaciones más que para mejorar su eficiencia. Fue a mediados de 2007 cuando, desde el BCE se empezaron a tomar medidas para controlar la situación que se estaba viviendo. Desde ese año y hasta hoy se han venido llevando a cabo nuevas medidas de política monetaria, o variando las que estaban en funcionamiento, para hacer frente a una crisis que comenzó en EE.UU.

Dichas medidas se tomaron con el objetivo de volver a estabilizar el mercado monetario y por tanto seguir cumpliendo el objetivo impuesto año atrás. Han sido de muchos tipos: variando la liquidez del mercado, bajando los tipos de interés, ofreciendo liquidez en otras monedas o adquiriendo bonos de forma masiva, entre otras, pero sin haber conseguido el objetivo de la estabilidad de precios en torno al 2 % entre el periodo entre 2007 y 2015.

Además todas estas medidas han sido proyectadas hacia el corto o medio plazo ya que la mayoría de ellas no ha mirado más allá de los tres años.

Conclusiones

Esto puede guiar a la UME hacia una nueva crisis de deuda como consecuencia de la financiación que está ofreciendo a algunos de sus países a tipos de interés muy bajos o incluso negativos, lo que podría acabar en un futuro en problemas como la imposibilidad de pagar tal endeudamiento.

Las dos crisis que se han originado han afectado a las bases de la UME. Uno de los principales puntos de enfrentamiento entre los países ha sido el de si el objetivo primero de la UME estaba bien formulado, y si era suficiente para mantener un crecimiento sostenible en situaciones de crisis e incertidumbre económica como la que estamos viviendo.

Actualmente, según se recoge en El País (3 de junio 2015), España ha planteado que se empiece a tener en cuenta indicadores macroeconómicos como el PIB o el desempleo dentro del objetivo que determina el BCE. Esta propuesta, por el momento, ha sido derogada tanto el BCE como por Alemania argumentando que se trata de competencias que deben tomar los propios países.

Tras la segunda crisis, la de la deuda soberana, en 2010 se vieron dos nuevos problemas:

El primero cuestionó el escaso control que desde las instituciones de la UME se hacía a los países de la eurozona o lo fácil que estos escondían sus dificultades ante los organismos. Y es que, a pesar de que para entrar en la UME hay que cumplir unos requisitos de convergencia, recogidos en el TUE, una vez se encuentra dentro no existe ese control, por lo que surgen problemas como los que han tenido los países rescatados.

El segundo problema dejó ver que la UME no estaba preparado para algo así, y es que tras tomar la decisión del rescate a Grecia no existía institución para hacerlo efectivo. Fueron países de la zona euro y el FMI los que pusieron dinero para realizar un rescate que resultó escaso ya que dos años más tarde se volvió rescatar a este país, ya con el EFSF junto con ayuda privada. Además el BCE se vio obligado a tomar medidas para combatir el problema y que no se extendiera al resto de países, algo que no sucedió ya que tras Grecia se rescató a Irlanda, Portugal y al sector financiero español.

He sacado otra serie de conclusiones tras analizar la formación de la UME durante el primer capítulo.

Ya desde su creación se ha observado una dependencia sobre los sucesos en EE.UU., esto se pudo ver cuando a finales de los años sesenta el país americano entró en crisis económica y fiscal, debilitando los primeros proyectos para la creación de la UME. Esto volvió a suceder en 2001 tras los atentados terroristas y en 2007 y 2008 con la nueva crisis y la quiebra del banco americano Lehman Brothers.

Ya dentro de los países que conforman la UME sobresale un país como “líder” de la unión, y es que Alemania se sitúa como primer país de la eurozona desde la creación de esta. El primer hecho que se observa es en la aparición de la que fue la “primera moneda” europea, el ecu. La cual se formó como una cesta de monedas en la que el marco alemán aportó el 30% del total. Con la creación del BCE sucedió algo similar, fue Alemania el que más capital aportó para constituir el banco encargado de regir la política económica de Europa. Además es considerada la primera economía del continente, por lo que ejerce de líder en una unión económica y monetaria donde ella ha sido la gran incentivadora.

Otro hecho es el de crear una UME en la que haya países que forman parte de la eurozona y otros que no. Como hemos visto hay países que desde que comenzó a funcionar la unión, en 1999, no han apostado de la misma forma por el proyecto. Es el caso del Reino Unido y Dinamarca, que de forma voluntaria se acogieron a una cláusula de exclusión que les permitió formar parte del SME-2 pero no de la moneda única.

Esto hace que el sistema institucional de la UME sea más complejo ya que aparecen instituciones, como es el caso del Eurosistema y el SEBC, que tienen las mismas funciones aunque solo uno de ellos las lleva a cabo (en este caso el Eurosistema).

4.2 Valoración personal

El trabajo me ha permitido conocer la UME y sus medidas, además me ha generado una opinión sobre esta unión.

El BCE no debe centrarse solo en conseguir la estabilidad de precios, ya que este objetivo, sin olvidar otros como el empleo y la estabilidad en el largo plazo, puede ser efectivo en situaciones de estabilidad económica, pero como se ha visto no en momento de crisis. Quizás hubiera tenido que dejar de lado ese objetivo recogido en sus tratados para, desde 2008 preocuparse por otros como el crecimiento económico de sus países.

Pienso que, desde un primer momento no se apostó realmente por la UME. Sí que lo hicieron algunos países pero no todos de la misma forma y con las mismas ideas, por tanto así es muy difícil crear una UME en concordancia con todos los países implicados. Además el hecho de no haber apostado firmemente creo que ha provocado esa excesiva dependencia de la mayor economía mundial, como es la de EE.UU. y de la más importante a nivel europeo como es Alemania (que sí apostó por la unión de forma clara).

Conclusiones

Todo esto se ha realizado además a diferentes niveles según el tipo de mercado, ya que dentro del mercado financiero ha habido una integración del mercado monetario, pero no ha sido así en la otra parte del mercado financiero (el mercado de capitales), en el que es ahora cuando se están llevando a cabo medidas de integración. Pienso también que hubiera sido necesaria una unión fiscal ya que es muy difícil coordinar la economía de los países con tantas diferencias fiscales.

Desde que en 2007, cuando se entró en el periodo de turbulencias financieras, hasta la actualidad se han tomado medidas para solucionar los problemas y no medidas de prevención de la situación, lo que ha provocado que las instituciones siempre fueran a expensas de lo que estaba ocurriendo. Además dichas medidas tenían el objetivo de mejorar la situación actual sin tener en cuenta las consecuencias a largo plazo de estas medidas. Pienso que hubiera sido más efectivo haber tomado medidas preventivas para por ejemplo evitar la situación de Grecia que ocultó su nivel de endeudamiento durante años. Una vez que estalla la crisis hubiera sido necesario tomar medidas para, por ejemplo, reestructurar la deuda de los países ya que este nivel de endeudamiento puede llevar a situaciones convulsas en el futuro.

CET

BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA

MONOGRAFÍAS

BRUNET, F. (1999): *Curso de Integración Europea*. Alianza, Madrid.

FERNANDEZ NAVARRETE D. (2014): *Fundamentos Económicos de la Unión Europea*. Thomson, Madrid.

GIL PECHARROMÁN, J. (2011): *Historia de la integración Europea*. UNED.

MARTÍN MARÍN, J.L.; TÉLLEZ VALLE, C. (2014): *Finanzas internacionales*. Paraninfo, Madrid.

VIÑAS APAOLAZA, A. I., PÉREZ ORTIZ, L., SÁNCHEZ DÍEZ A. (2013): *Análisis del entorno económico internacional. Instrumentos y políticas*. Garceta, Madrid.

LEGISLACIÓN

Protocolo nº 4 sobre los estatutos del SEBC y BCE. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 17 de diciembre de 2007: Artículos 1, 8, 9, 12, 18.1, 19, 43, 44, 46.

Versión consolidada del Tratado Constitutivo de la Comunidad Económica Europea. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 24 de diciembre de 2002: 1-39, 71-88

Versión consolidada del Tratado de la Unión Europea. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 30 de marzo de 2010: 23- 43

Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 30 de marzo de 2010: 97-112.

INFORMES

ATEIRO RODRÍGUEZ, C.; GARCÍA IGLESIAS, J.M.; NÚÑEZ GAMALLO, R. (2009). *La gestión de la liquidez del Banco Central Europeo durante la crisis financiera 2008-2009*. Documentos de Trabajo en Análisis Económicos. Volumen 9. Número 3

Banco Central Europeo. (1998). *La política monetaria única en la tercera etapa, documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria*.

- Banco Central Europeo (1999) Informe anual.** Frankfurt: 10-58
- Banco Central Europeo (2000) Informe anual.** Frankfurt: 12-79
- Banco Central Europeo (2001) Informe anual.** Frankfurt: 8-82
- Banco Central Europeo (2002) Informe anual.** Frankfurt: 8-91
- Banco Central Europeo (2003) Informe anual.** Frankfurt: 16-93
- Banco Central Europeo (2004) Informe anual.** Frankfurt: 18-98
- Banco Central Europeo (2005) Informe anual.** Frankfurt: 20-98
- Banco Central Europeo (2006) Informe anual.** Frankfurt: 18- 102
- Banco Central Europeo (2007) Informe anual.** Frankfurt: 18-108
- Banco Central Europeo (2008) Informe anual.** Frankfurt: 20-129
- Banco Central Europeo (2009) Informe anual.** Frankfurt: 20-124
- Banco Central Europeo (2009). La aplicación de la política monetaria desde Agosto del 2007.** Artículo del Boletín Mensual Julio 2009.
- Banco Central Europeo (2009). Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la reserva federal y del banco de Japón.** Artículo del Boletín Mensual Octubre 2009.
- Banco Central Europeo (2010) Informe anual.** Frankfurt: 18-117
- Banco Central Europeo (2010). La respuesta del BCE a la crisis financiera.** Artículo del Boletín Mensual Octubre 2010.
- Banco Central Europeo (2011) Informe anual.** Frankfurt: 16-99
- Banco Central Europeo (2011) Informe mensual julio 2011.** Frankfurt: 57-58
- Banco Central Europeo (2011). Las medidas no convencionales: impacto y retirada gradual.** Artículo del Boletín Mensual Julio 2011.

Banco Central Europeo (2011). El mecanismo europeo de estabilidad. Artículo del Boletín Mensual Julio 2011.

Banco Central Europeo (2011). La estabilidad de precios: ¿Por qué es importante para ti? Frankfurt: 24-34

Banco Central Europeo (2012) Informe anual. Frankfurt: 15-99

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

Banco Central Europeo (2012). Aplicación de la política monetaria en la zona euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

Banco Central Europeo (2013) Informe anual. Frankfurt: 15-105

Banco Central Europeo (2014) Informe anual. Frankfurt: 10-98

Banco Central Europeo (2014). Modalidades de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivos específicos. 1-2

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

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.

Banco de España. (2013), La evolución de la deuda pública en España desde el inicio de la crisis. Boletín económico, Julio- Agosto 2013.

Banco de España. (2013), Un análisis de la situación del crédito en España. Boletín económico, Octubre 2013.

Consejo de la Unión Europea (2014) Unión económica y monetaria. Economías más sólidas para una unión más sólida. Oficina de publicaciones de la Unión Europea, Luxemburgo.

Comisión Europea (2007). Una Europa, una moneda: El camino al Euro. Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas

Bibliografía

Hanspeter K. Scheller 2006 El Banco Central Europeo Misión, Visión y Funciones. Frankfurt: 15-172.

NOVALES, ALFONSO. (2010). Política monetaria antes y después de la crisis financiera. Departamento de Economía Cuantitativa. Universidad Complutense. Madrid.

UNED 2009 El Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales: 3-20

DE LA ROCA VÁZQUEZ, Manuel (2010). El futuro de la Unión Económica y Monetaria europea ¿qué ha fallado y qué reformas se requieren? Observatorio de Política Exterior Española.

PUBLICACIONES ELECTRÓNICAS

Conclusiones de la presidencia [en línea]. Consejo Europeo de Dublín, 13 y 14 de diciembre de 1996 [ref. 15 marzo de 2015]. Disponible en: http://www.europarl.europa.eu/summits/dub2_es.htm

DOCUMENTOS ELECTRÓNICOS

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

ARROYO FERNÁNDEZ, M.J.: “Unión Económica y Monetaria Europea” en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/union-economica-y-monetaria-europea.html>

IGARTUA, M. (2015): “El tribunal europeo aprueba el OMT y deja vía libre a Draghi para comprar deuda” en: http://www.elconfidencial.com/economia/2015-01-14/el-tribunal-europeo-aprueba-el-omt-y-deja-via-libre-a-draghi-para-comprar-deuda_621633/

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

LORENZANA, D. (2012): “¿Qué instrumentos tiene el BCE para controlar la política monetaria?” en: <http://www.ennaranja.com/economia-facil/que-instrumentos-tienen-los-bancos-centrales-para-controlar-la-politica-monetaria/>

SÁNCHEZ, R. (2014): “El BCE baja los tipos de interés al 0,05% por el riesgo de deflación” en: <http://www.elmundo.es/economia/2014/09/04/54084c56e2704eff178b4581.html>

PÉREZ, C. (2015): “El BCE invertirá más de un billón de euros en activos públicos y privados” en: http://economia.elpais.com/economia/2015/01/22/actualidad/1421930158_392049.html

VERBO, M.L. (2015): “El BCE comenzará el 9 de marzo la compra de deuda” en: <http://www.expansion.com/2015/03/05/mercados/1425559556.html>

VÍDEOS

InvertirOnline University (2009): “Los inicios de la crisis: hipotecas suprime” en: <https://www.youtube.com/watch?v=1pTVmDg5Kp0>

SAMUELS, M. (2010): “Los últimos días de Lehman Brothers” en: <https://www.youtube.com/watch?v=MyLT7OTuyyl>

PÁGINAS MÁS VISITADAS

Banco Central Europeo [en línea] en: <https://www.ecb.europa.eu/>

Banco de España [en línea] en: <http://www.bde.es>

Comisión Europea [en línea] en: http://ec.europa.eu/index_es.htm

Fuente de los tipos de interés e indicadores económicos. [en línea] en: <http://es.global-rates.com>

Indicadores económicos nacionales e internacionales. Estadísticas y gráficas. Comparador y análisis interactivo. [en línea] en: <http://capitales.es/>

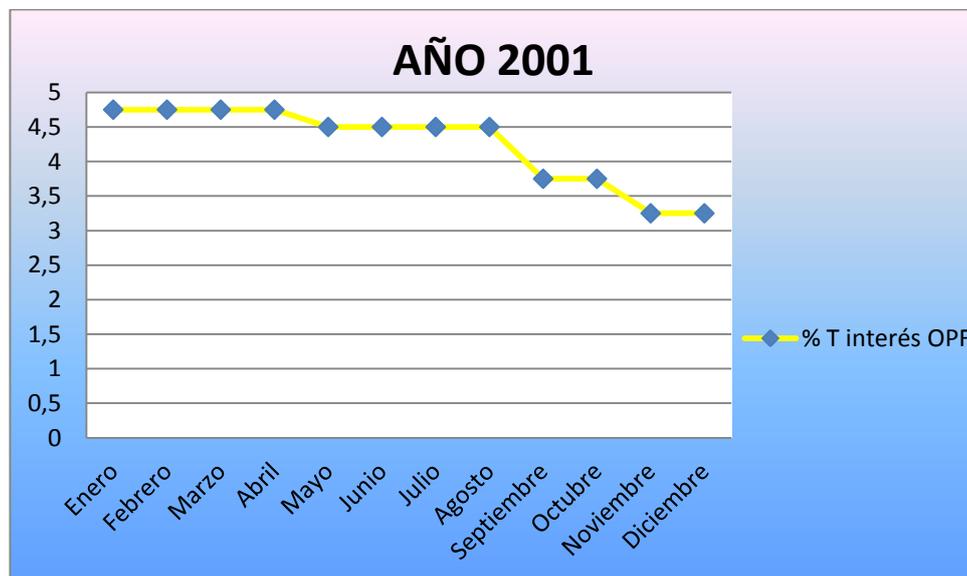
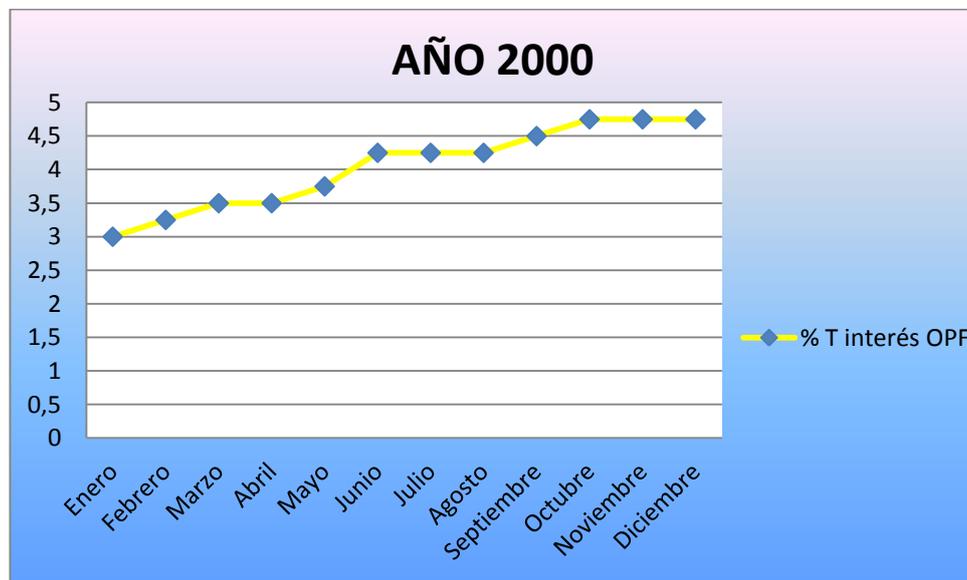
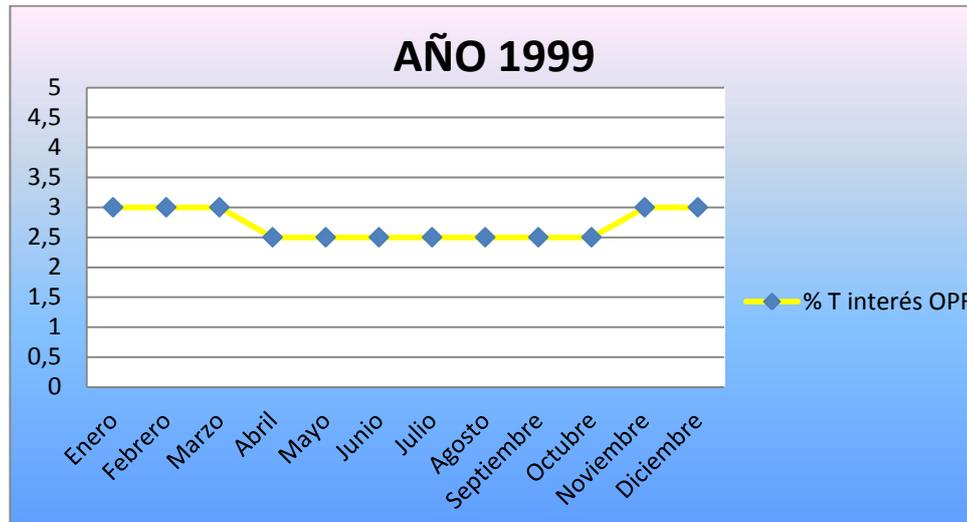
Unión Europea [en línea] en: <http://europa.eu/>

CET

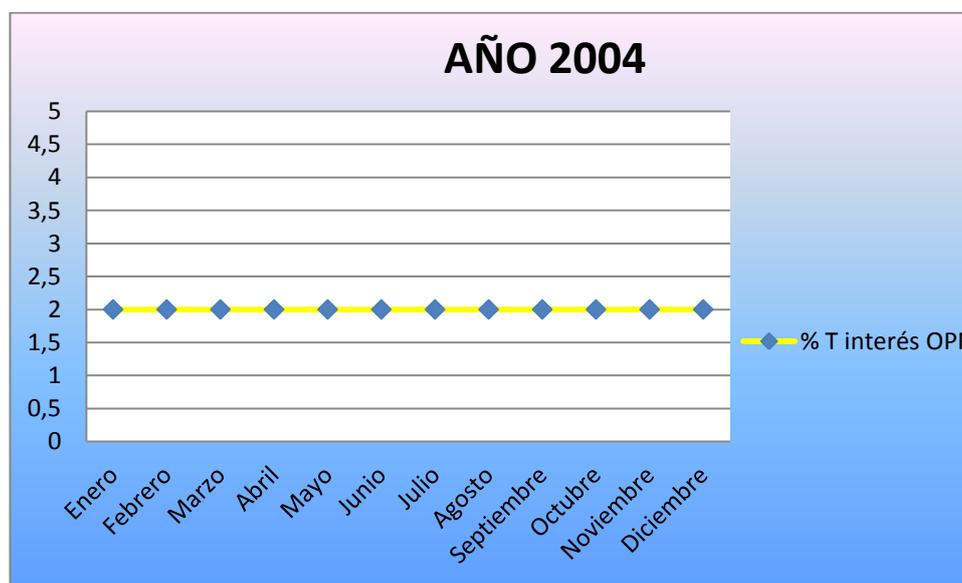
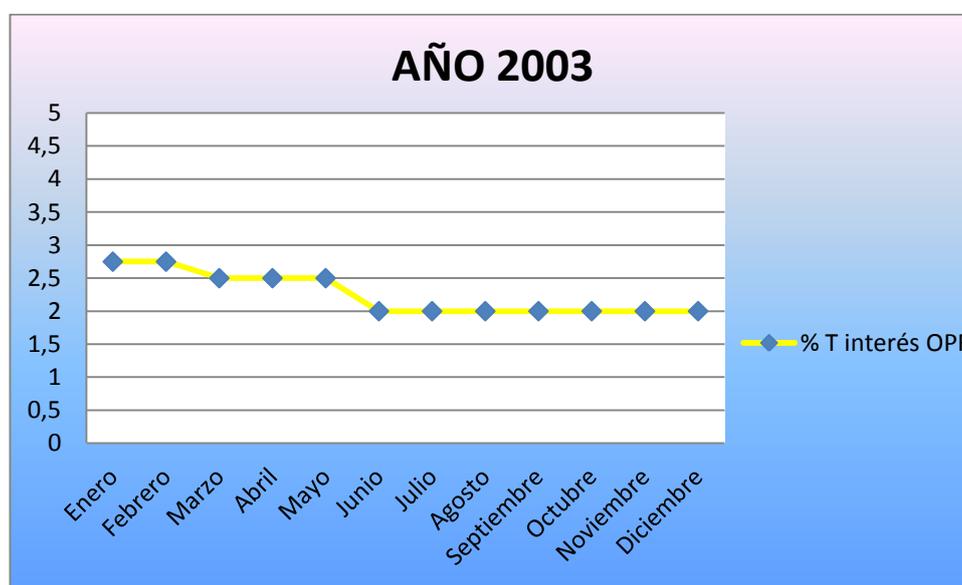
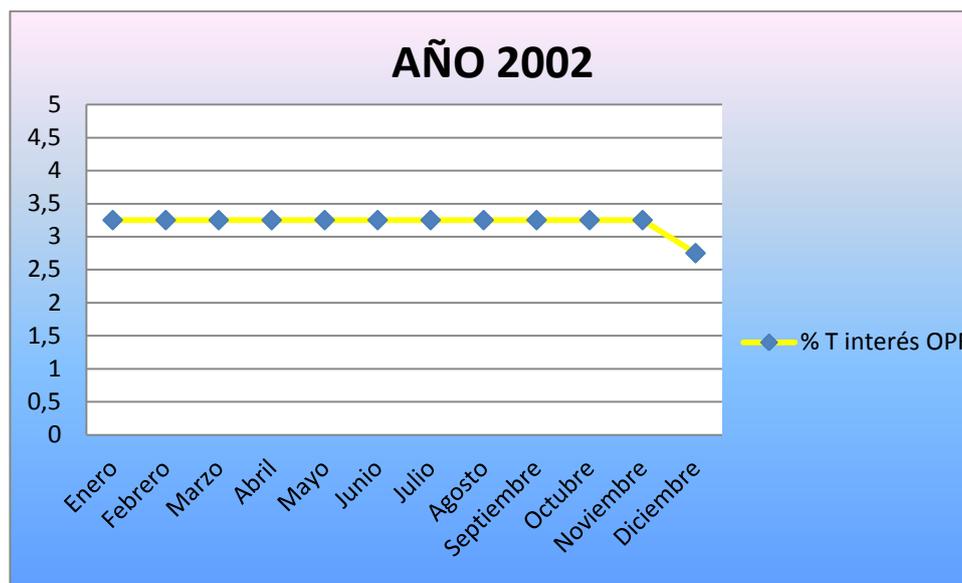
ANEXOS

Anexo 1: Evolución del tipo de interés de las OPF

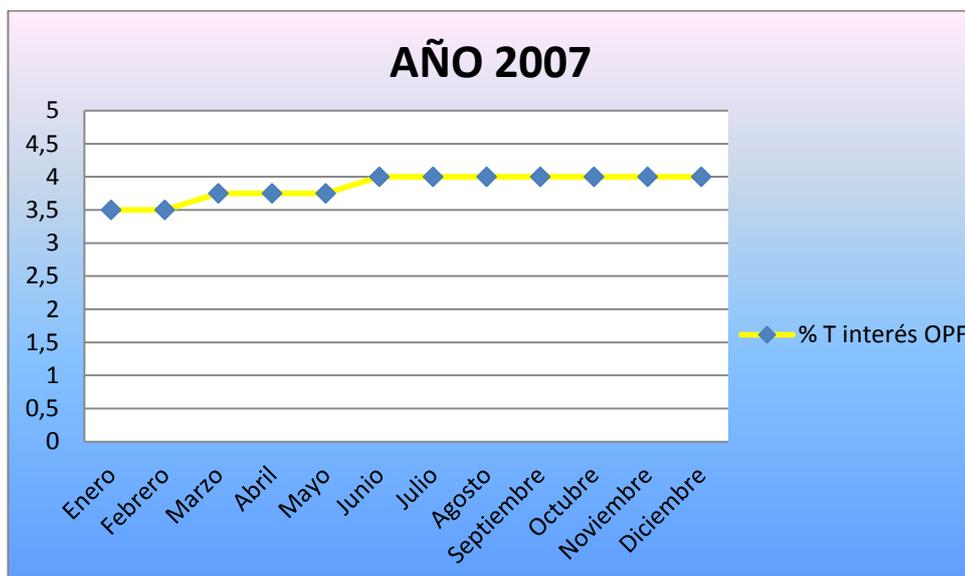
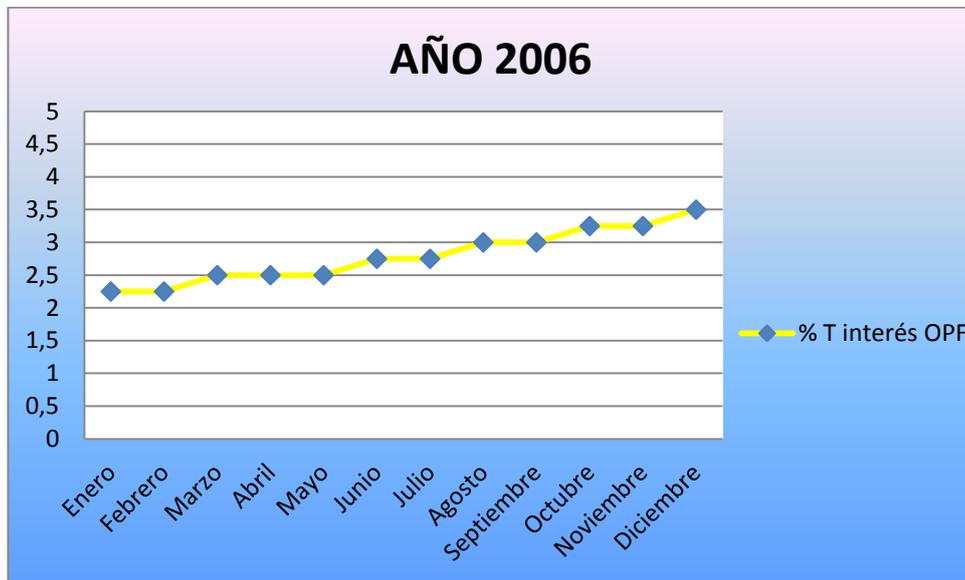
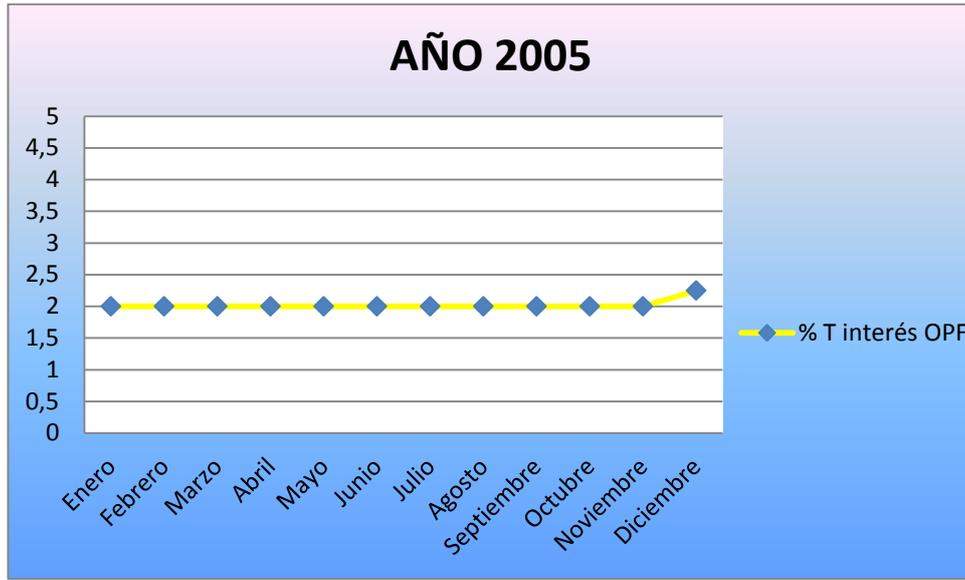
ANEXO 1: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERES DE LAS OPF



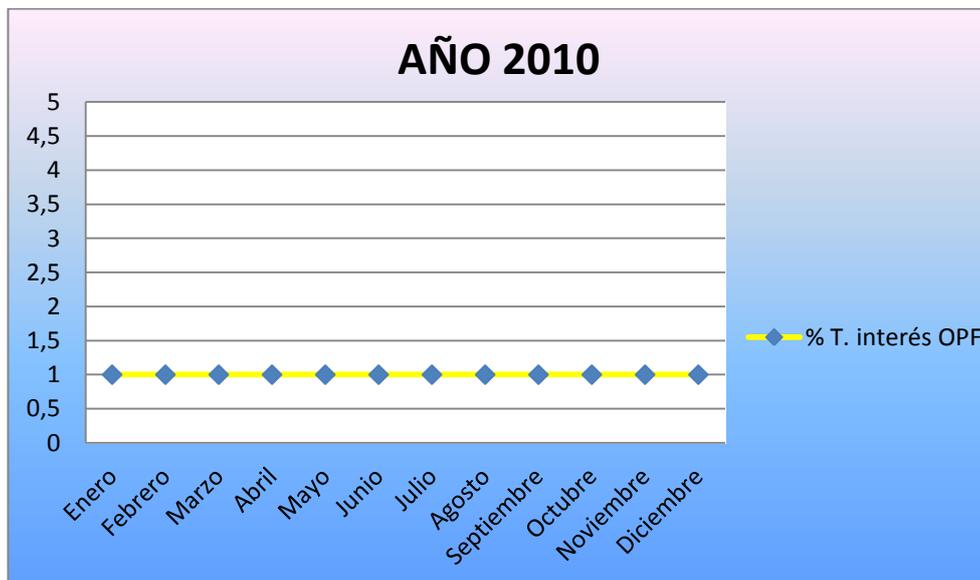
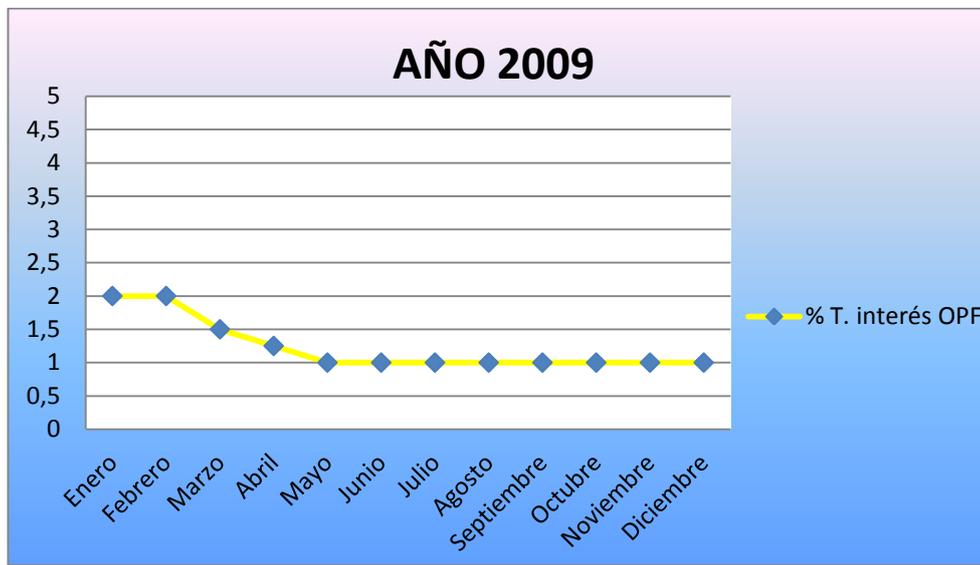
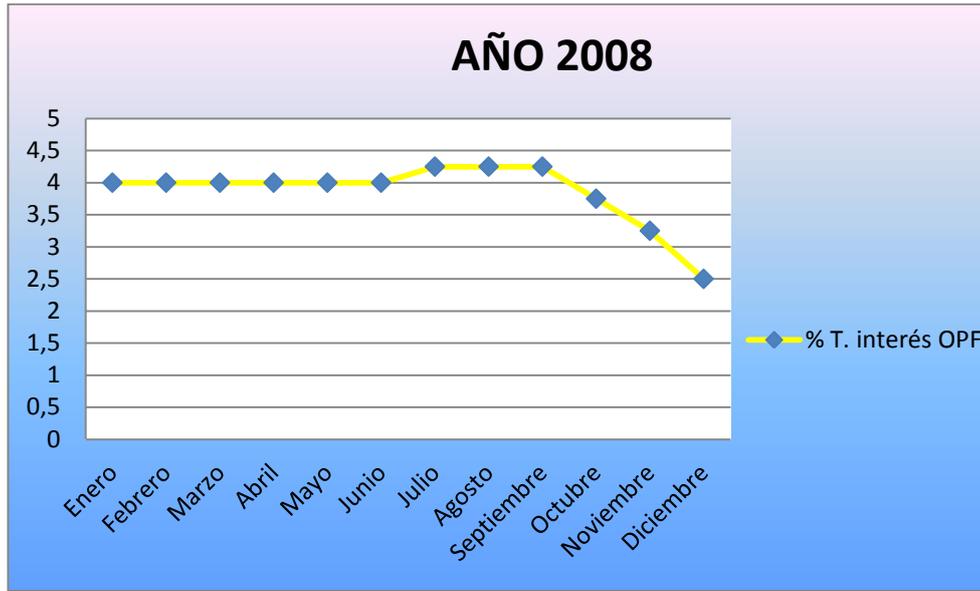
Anexo 1: Evolución del tipo de interés de las OPF



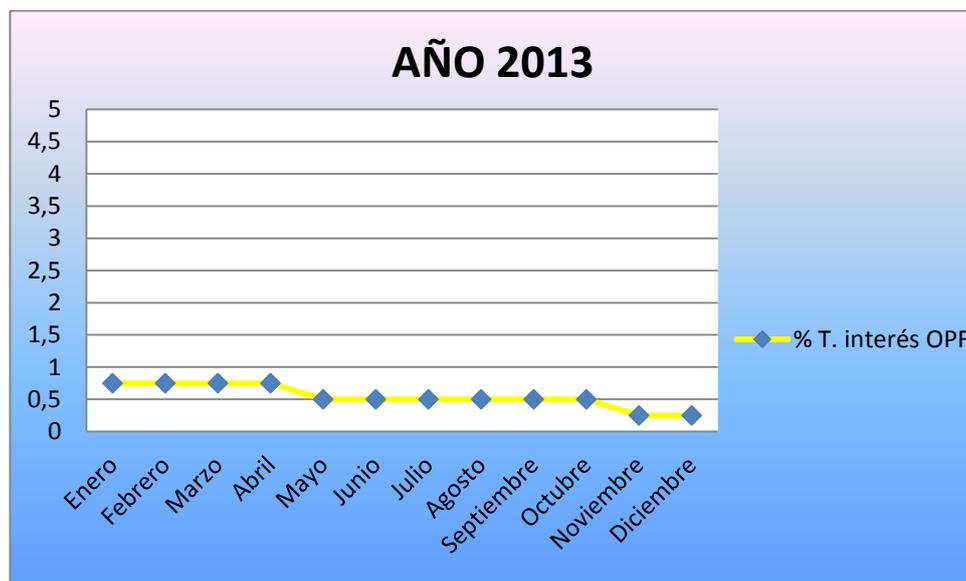
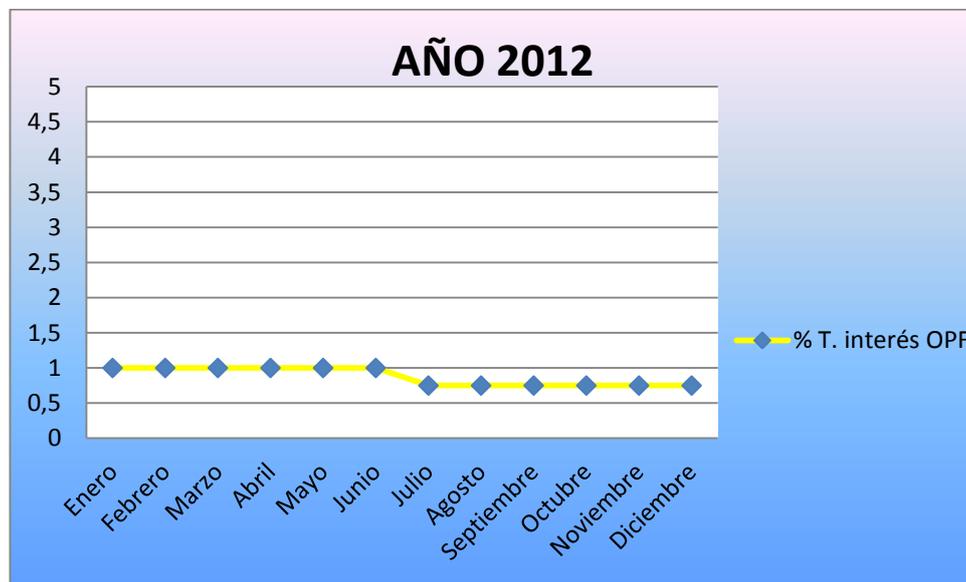
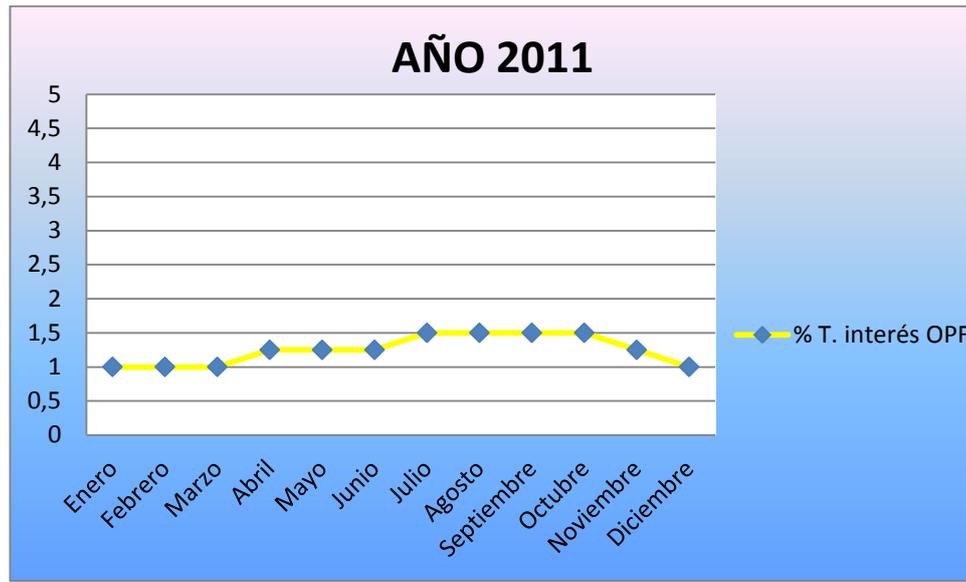
Anexo 1: Evolución del tipo de interés de las OPF



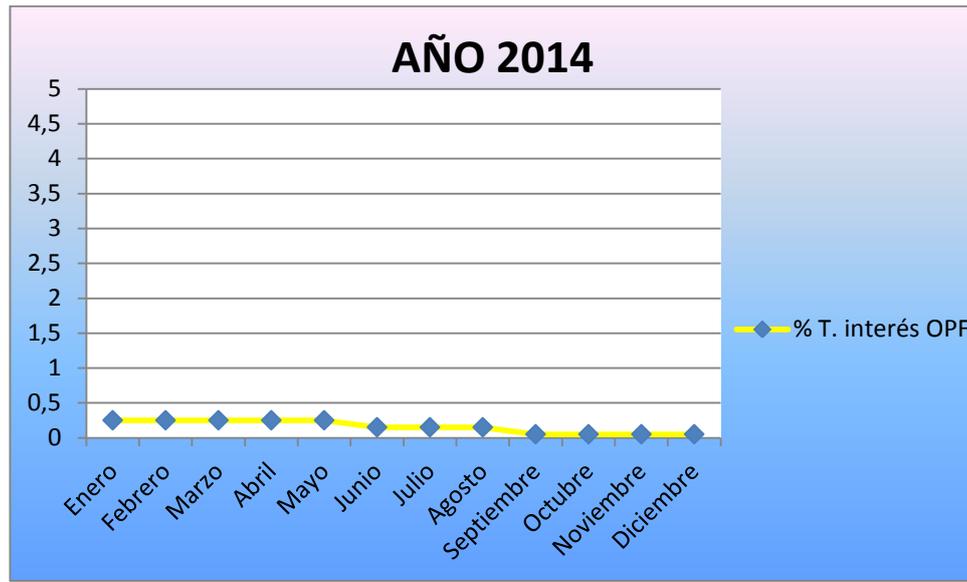
Anexo 1: Evolución del tipo de interés de las OPF



Anexo 1: Evolución del tipo de interés de las OPF



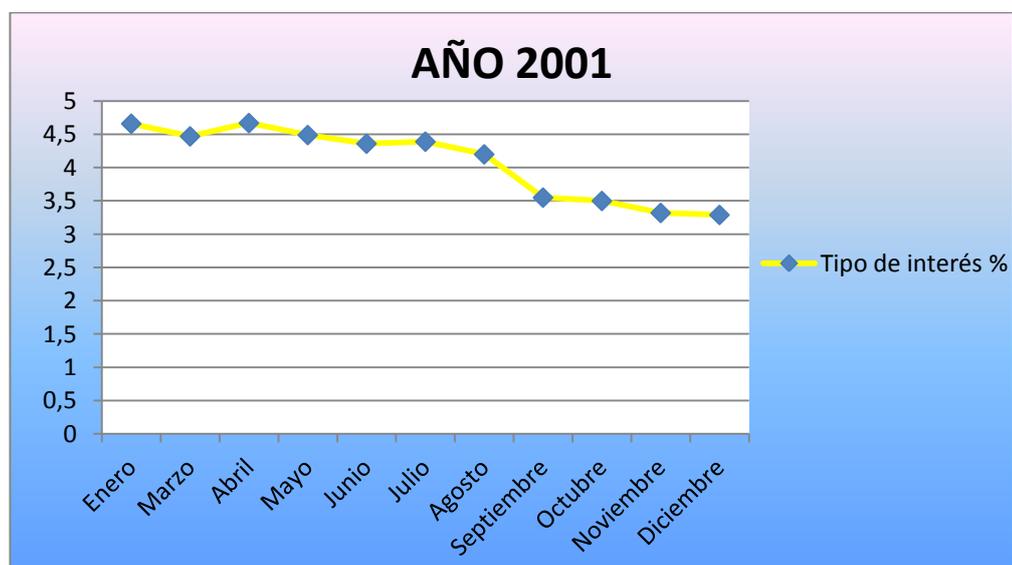
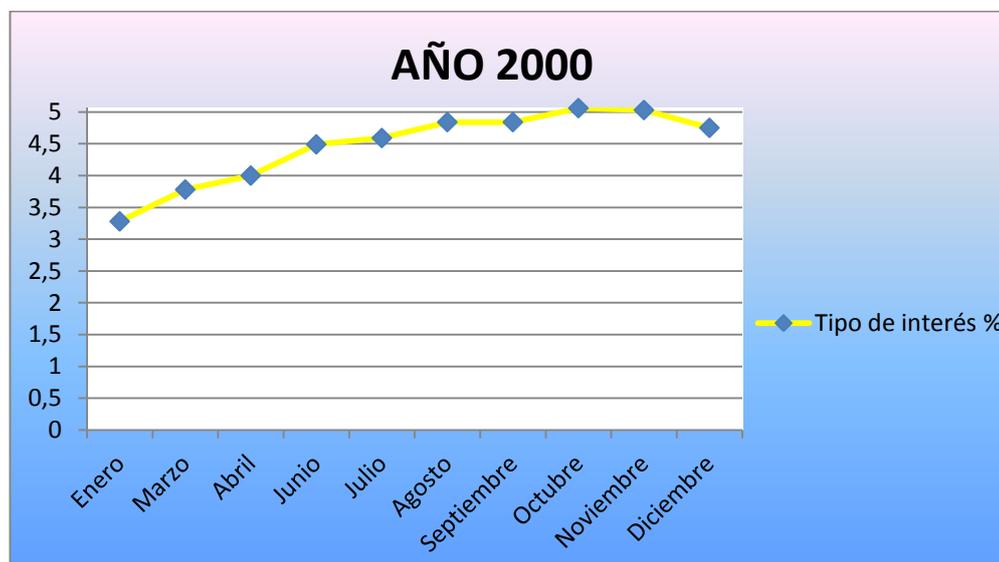
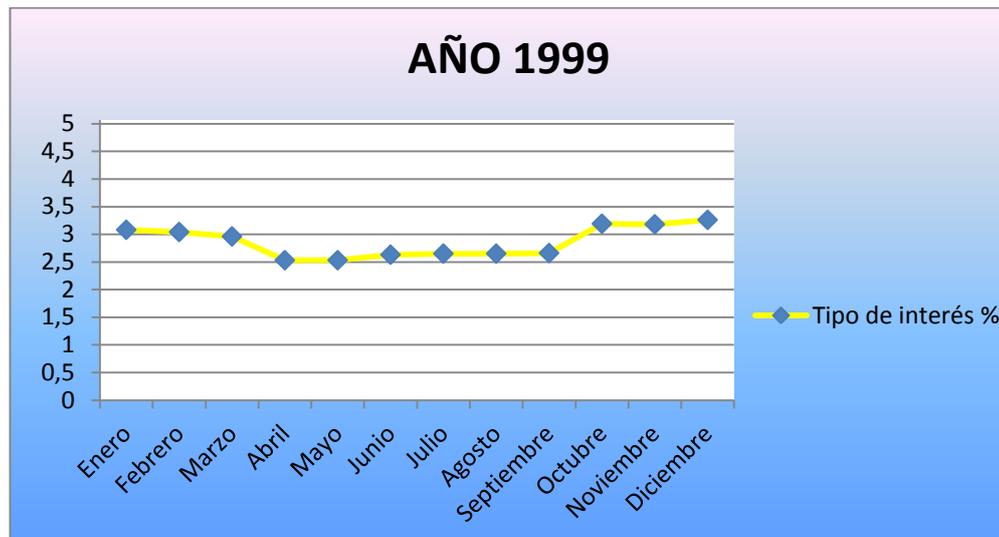
Anexo 1: Evolución del tipo de interés de las OPF



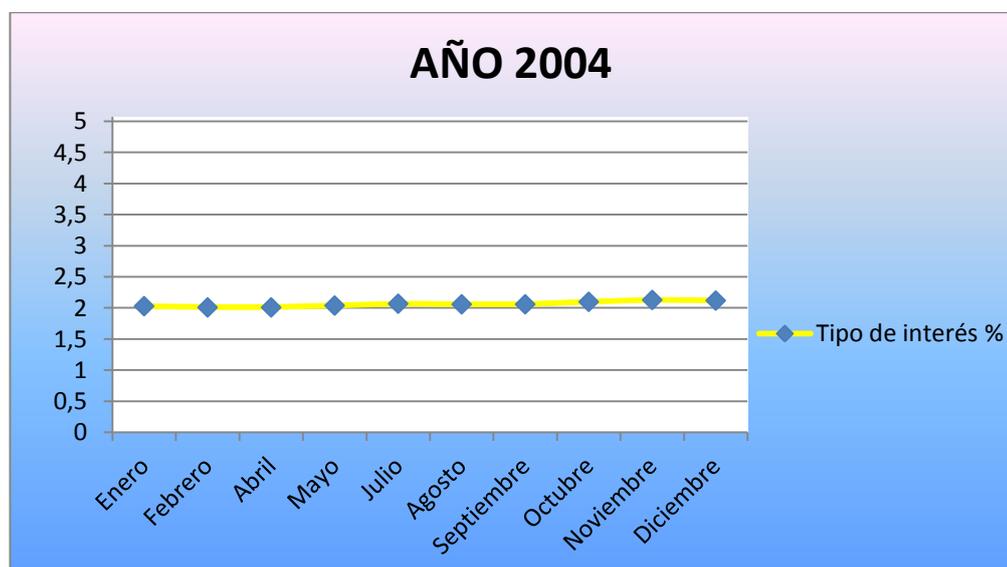
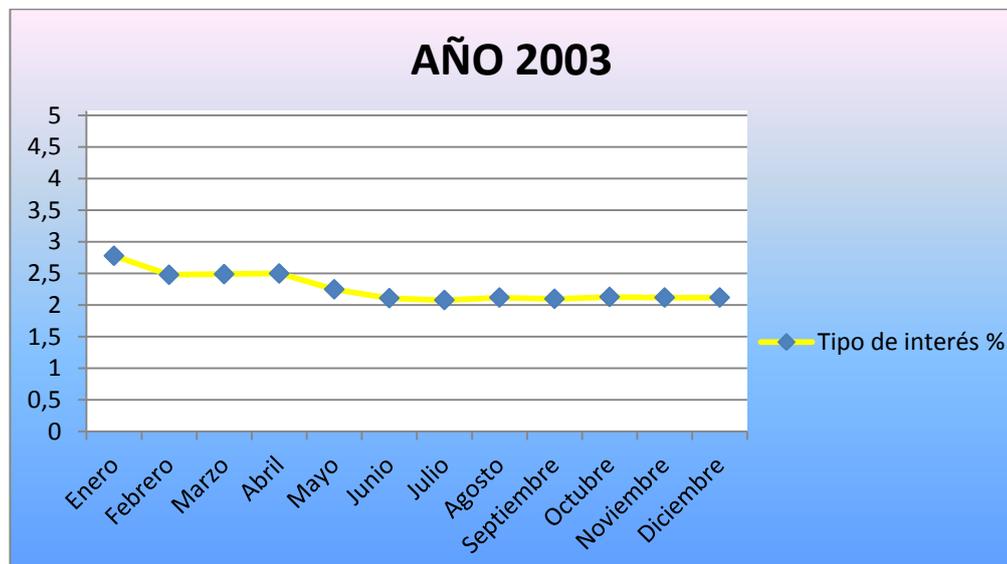
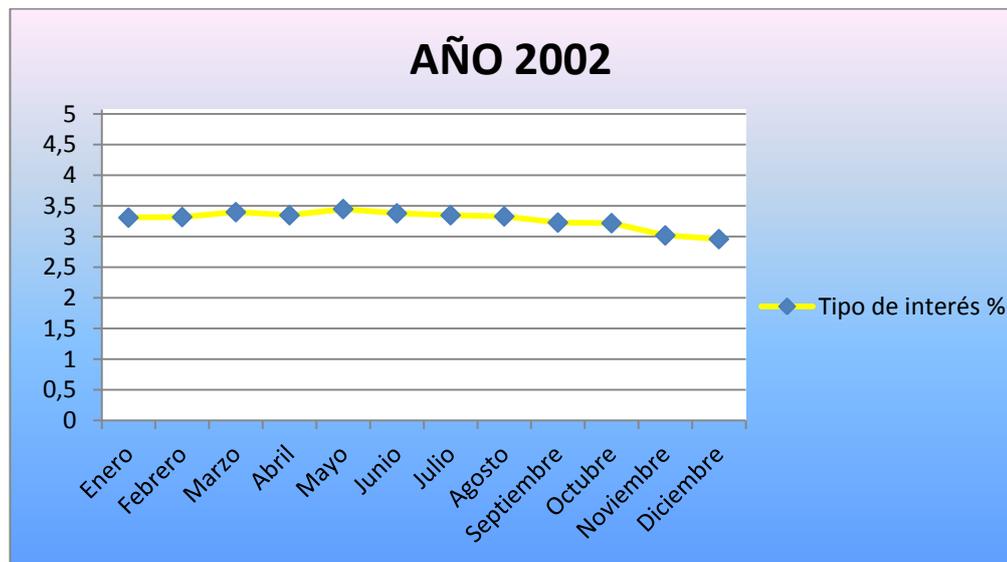
Fuente: Elaboración propia con base de datos de capitales.es

Anexo 2: Evolución del tipo de interés de las OFPML

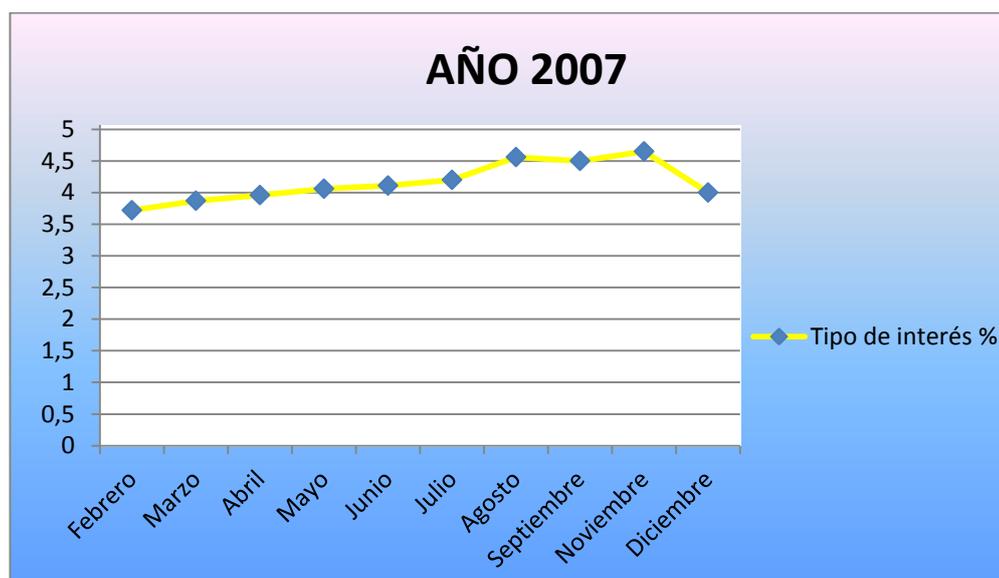
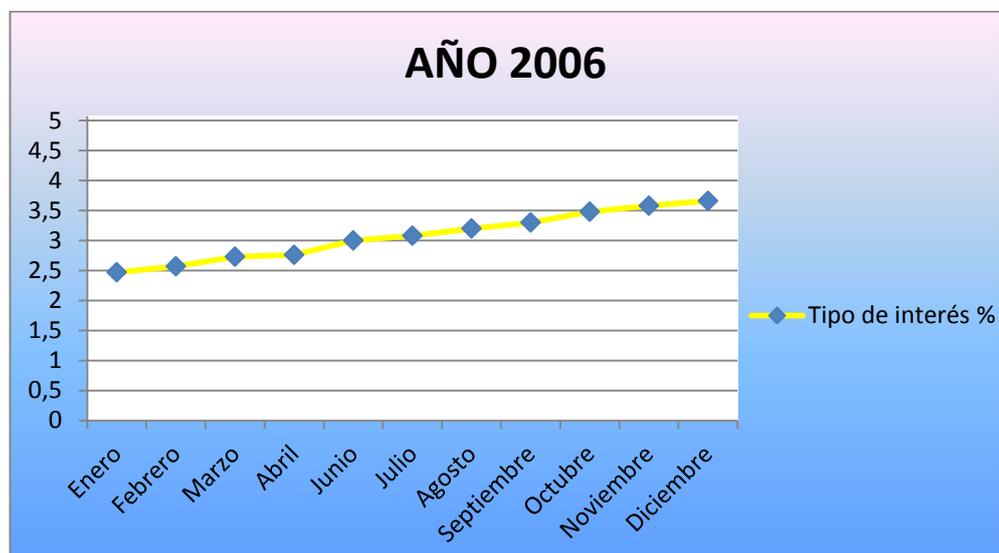
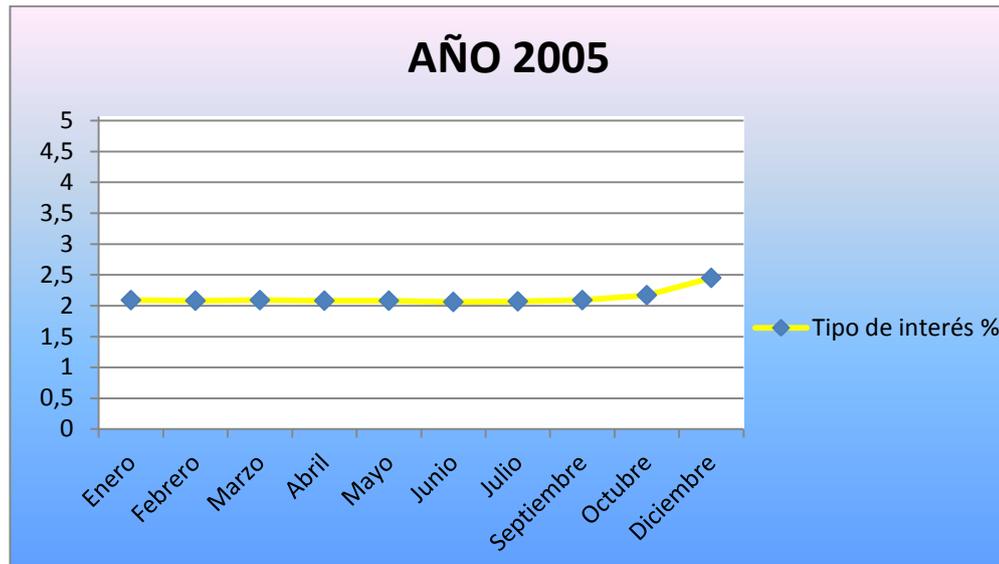
ANEXO 2: EVOLUCIÓN DE LOS TIPO DE INTERÉS DE LAS OFPML



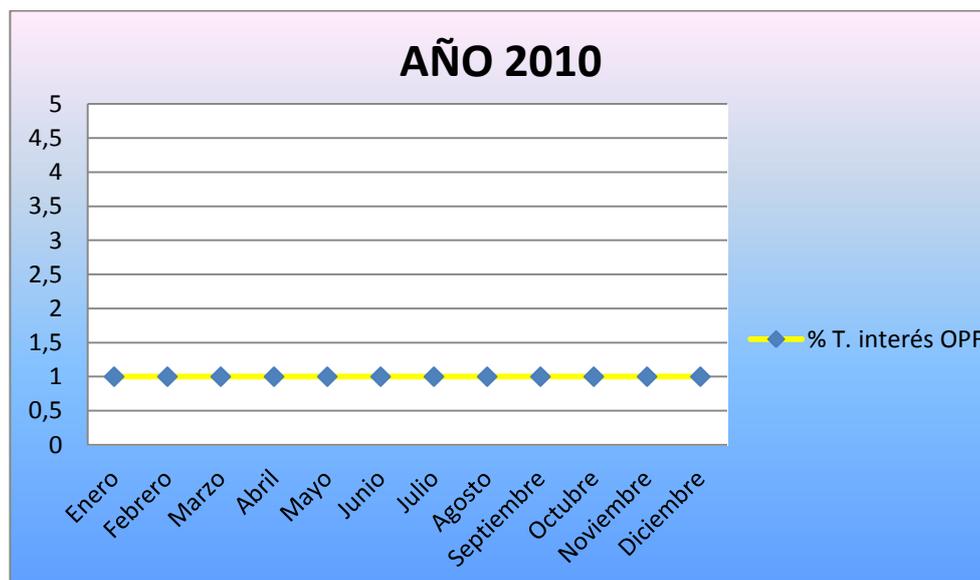
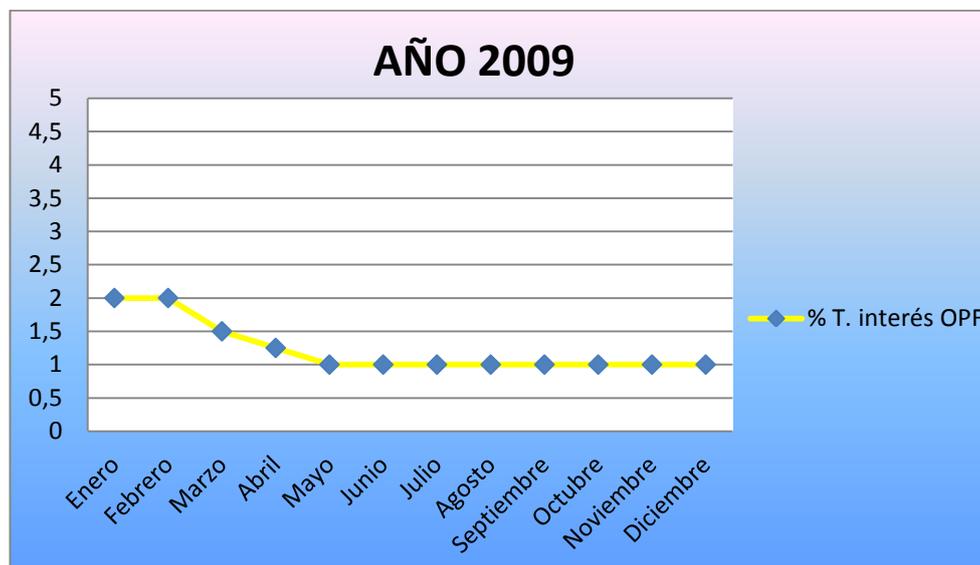
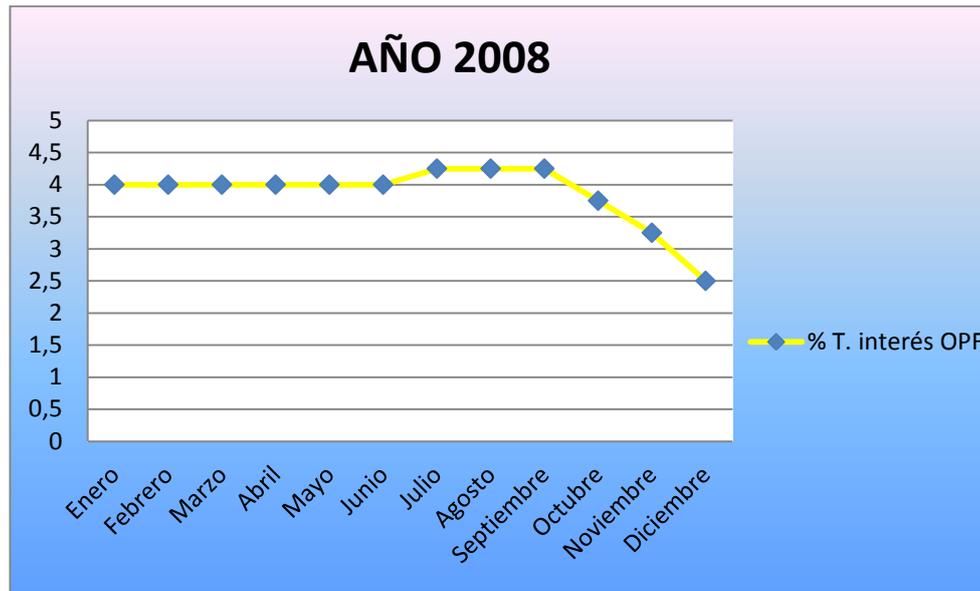
Anexo 2: Evolución del tipo de interés de las OFPML



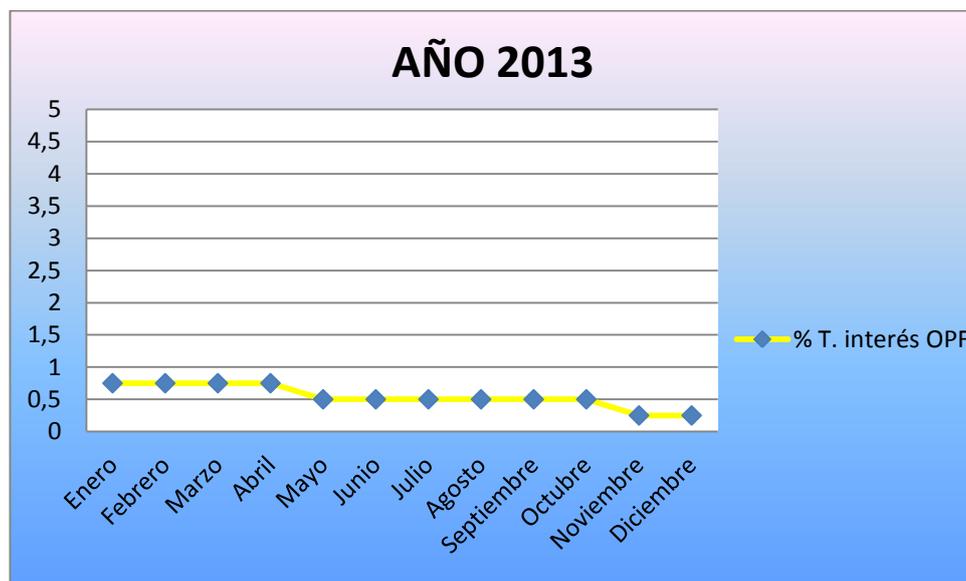
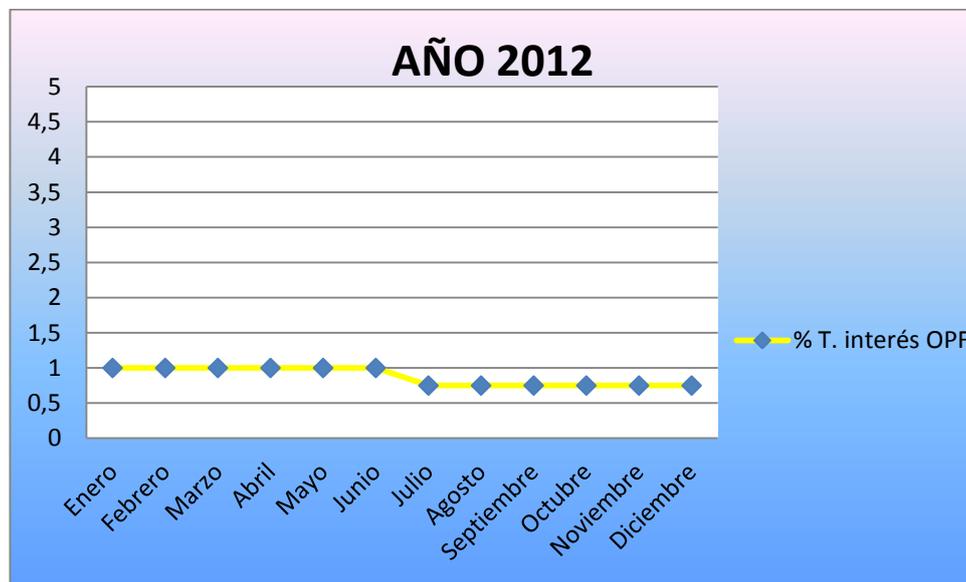
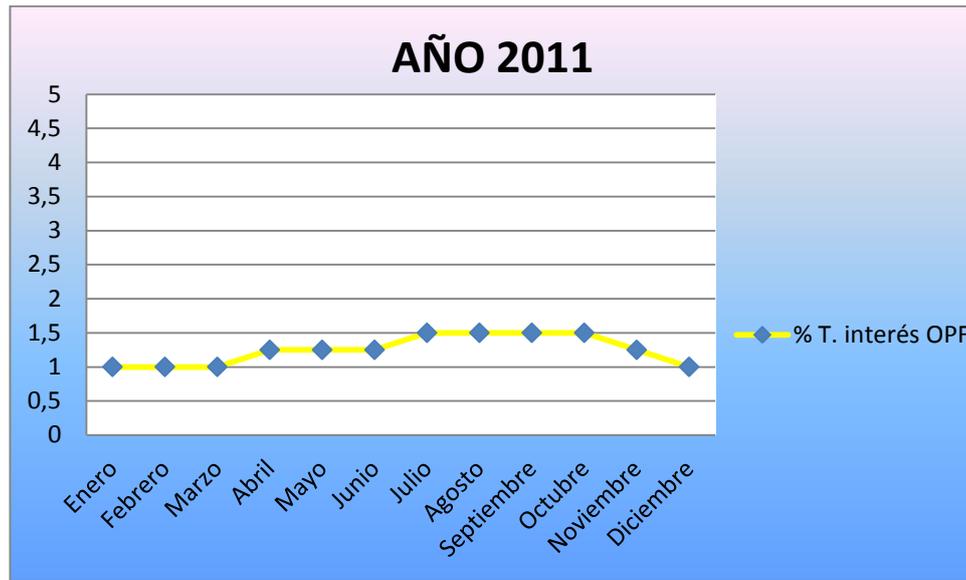
Anexo 2: Evolución del tipo de interés de las OFPML



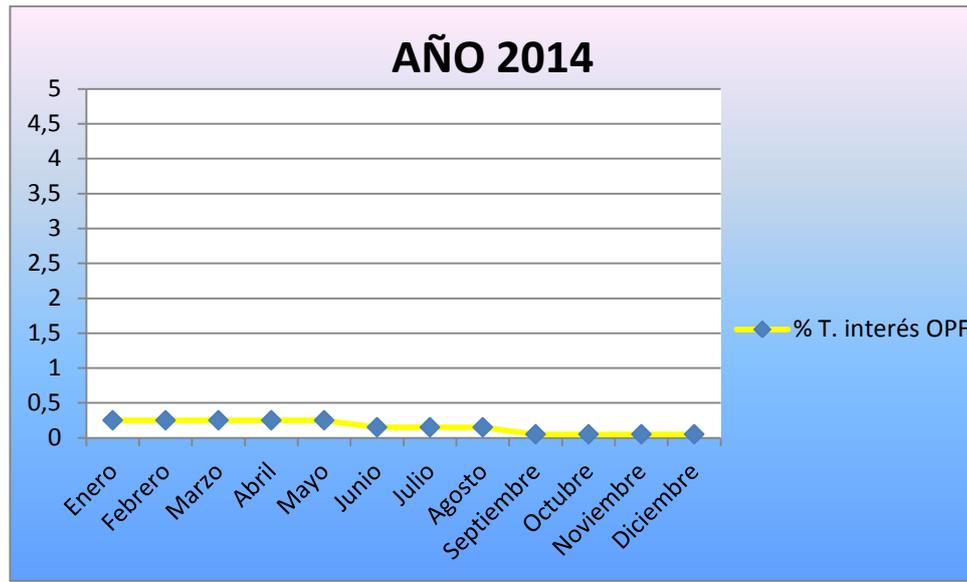
Anexo 2: Evolución del tipo de interés de las OFPML



Anexo 2: Evolución del tipo de interés de las OFPML



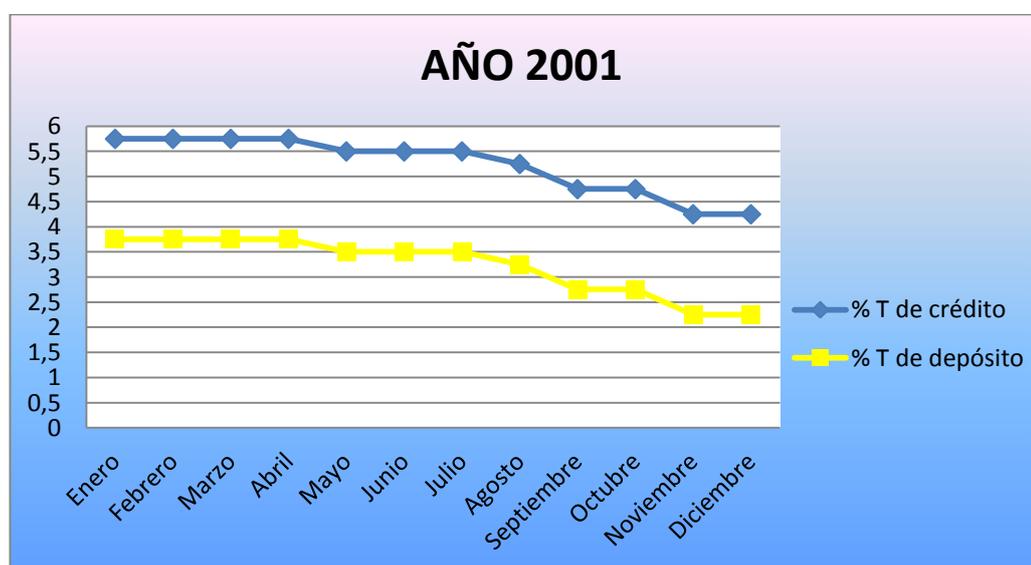
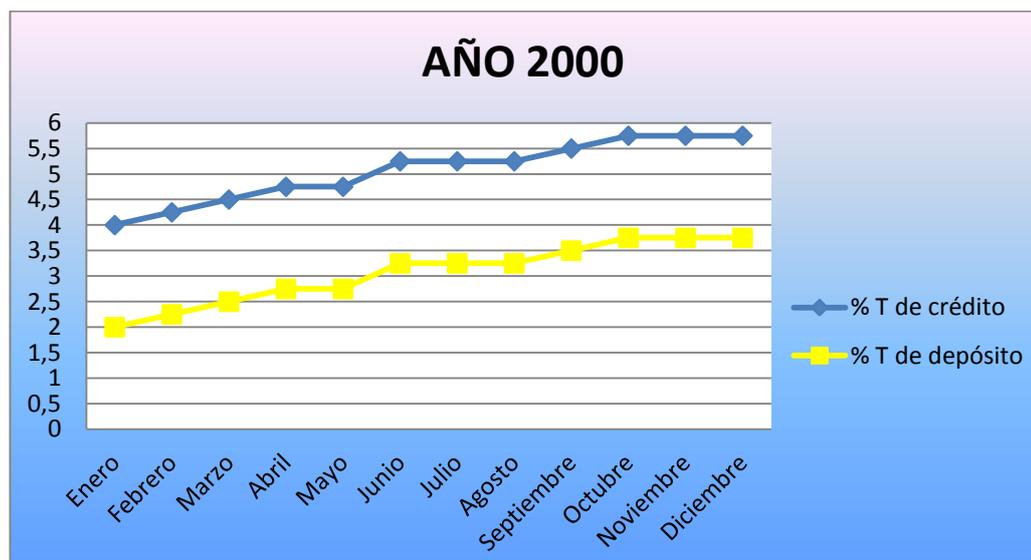
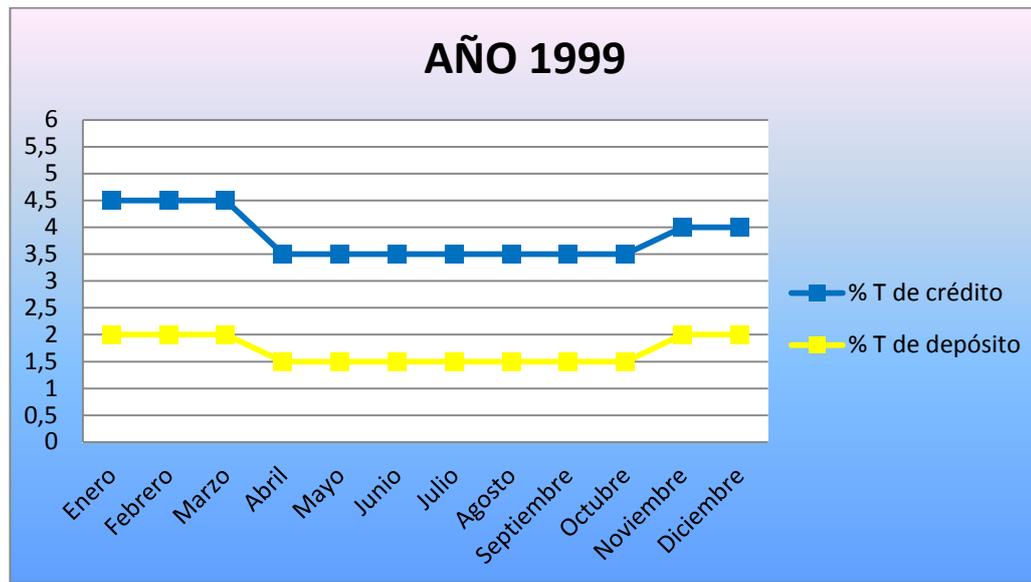
Anexo 2: Evolución del tipo de interés de las OFPML



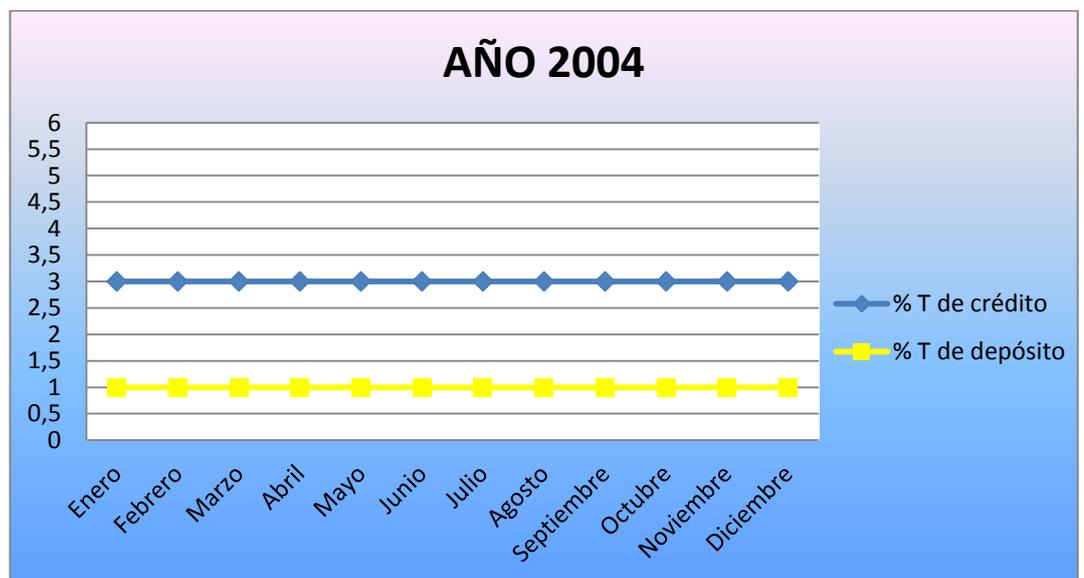
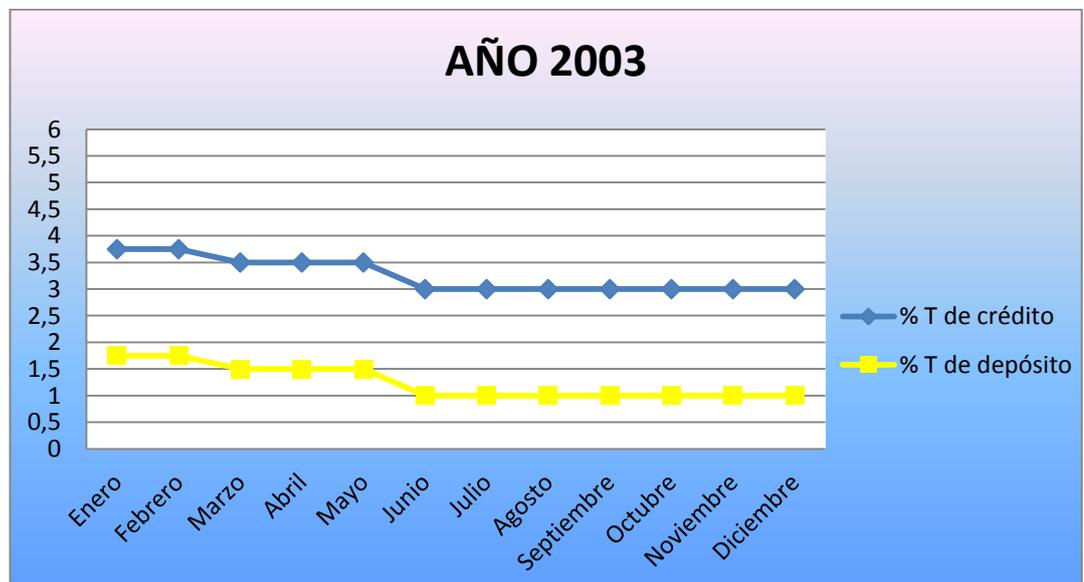
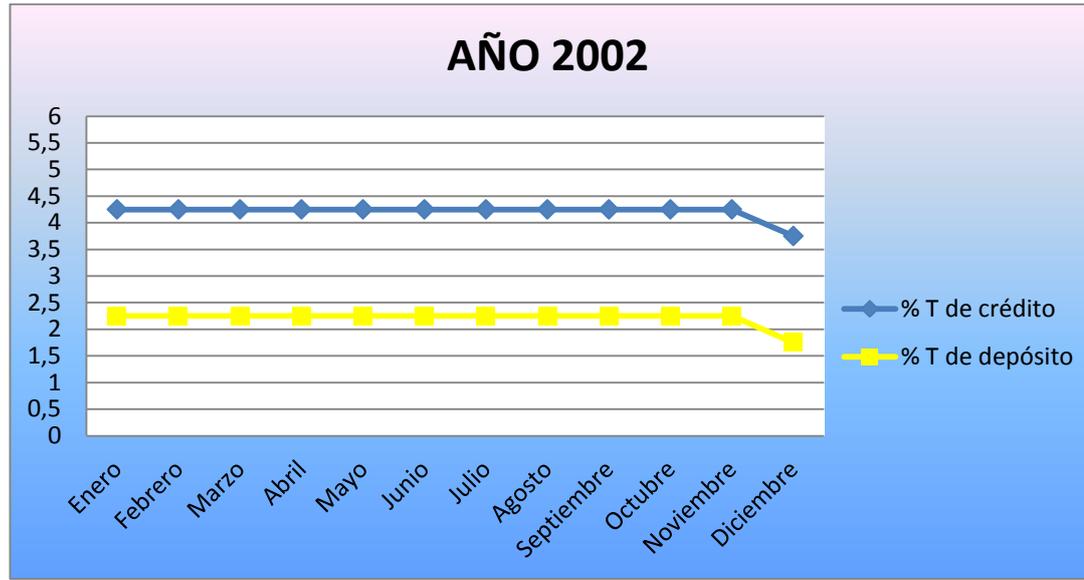
Fuente: Elaboración propia con base de datos de capitales.es

Anexo 3: Evolución de la banda de fluctuación

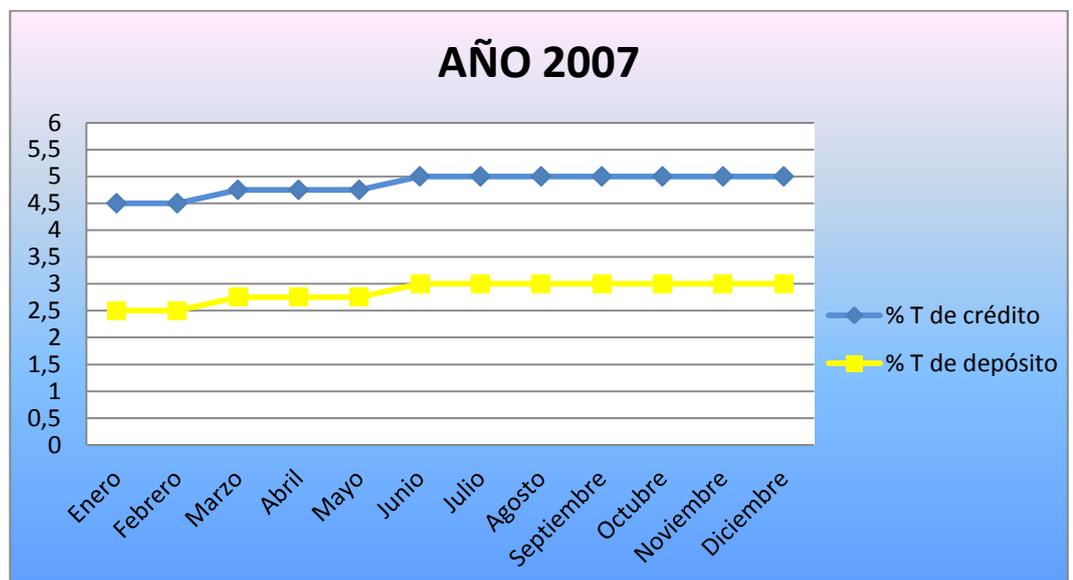
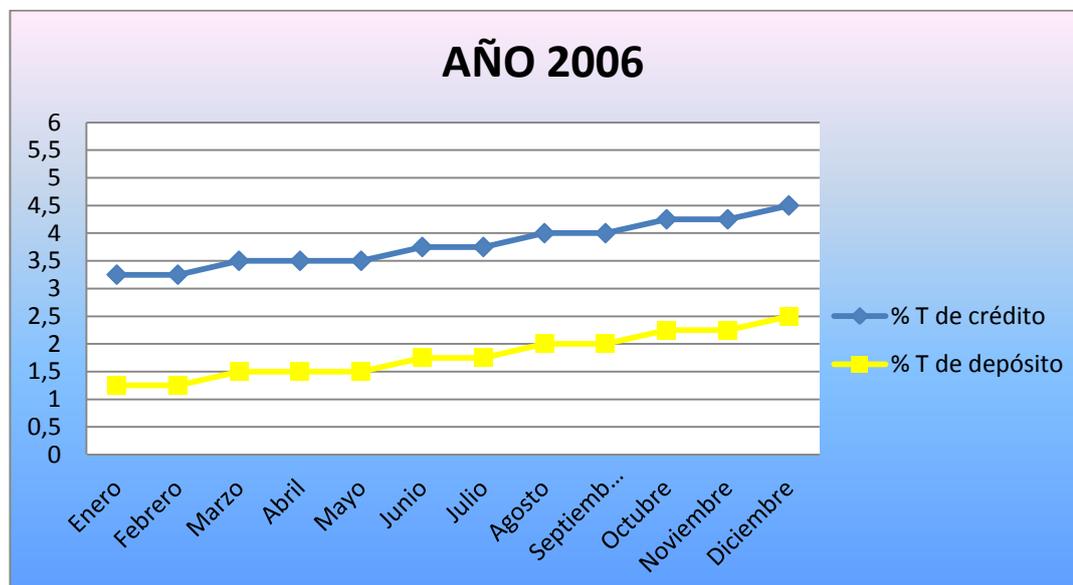
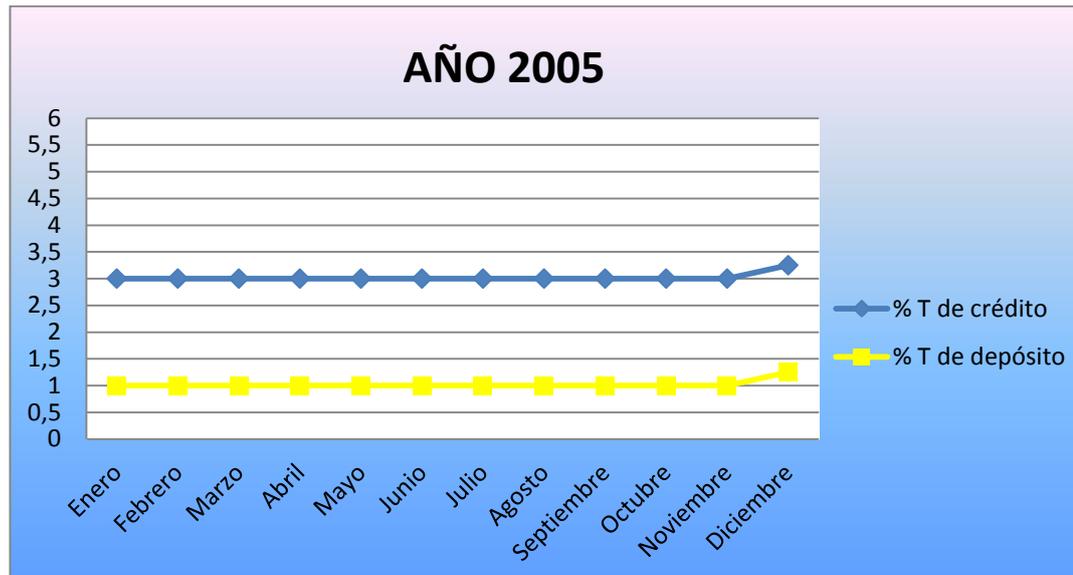
ANEXO 3: EVOLUCIÓN DE LA BANDA DE FLUCTUACIÓN



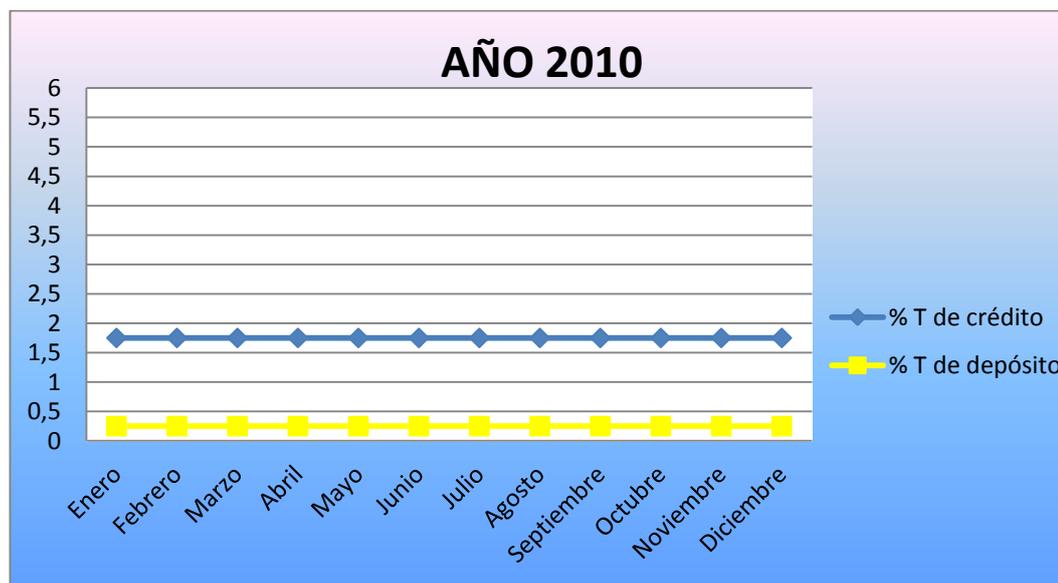
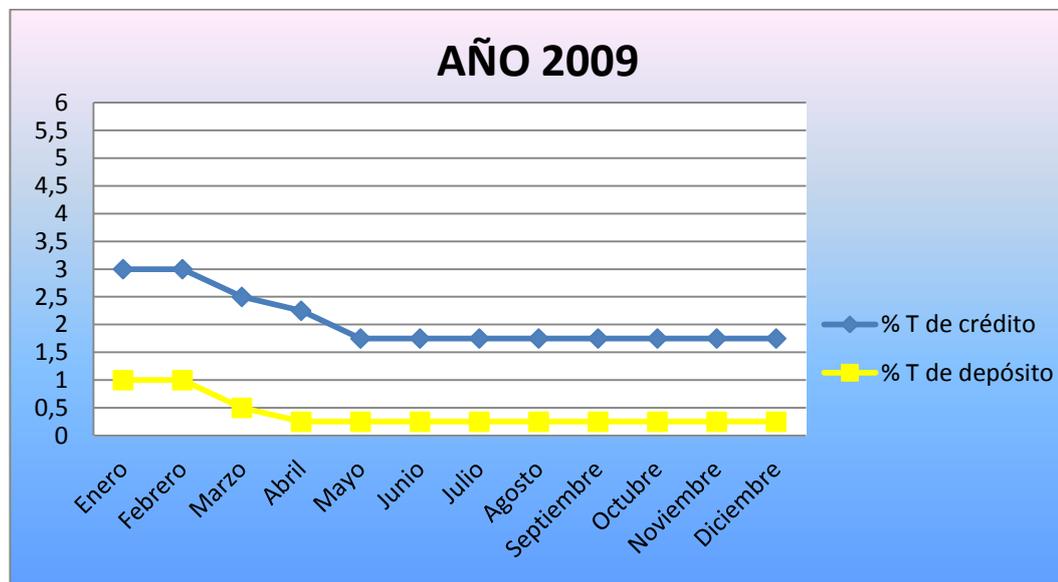
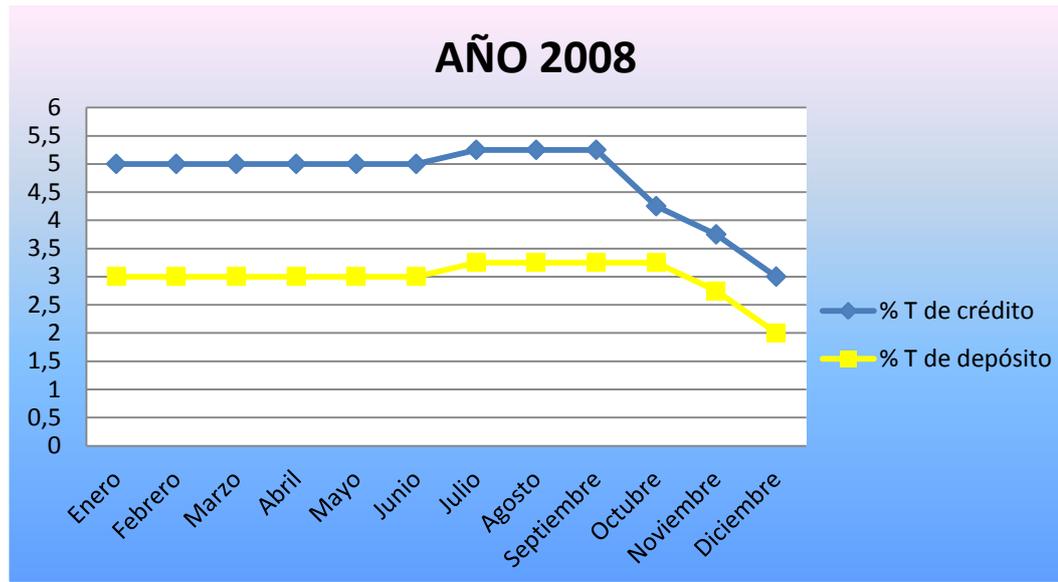
Anexo 3: Evolución de la banda de fluctuación



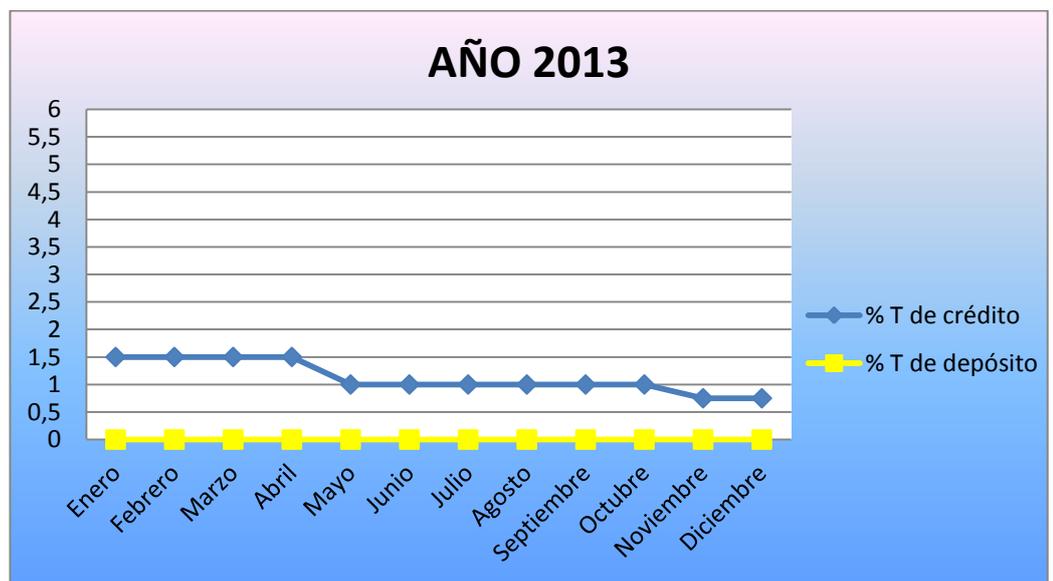
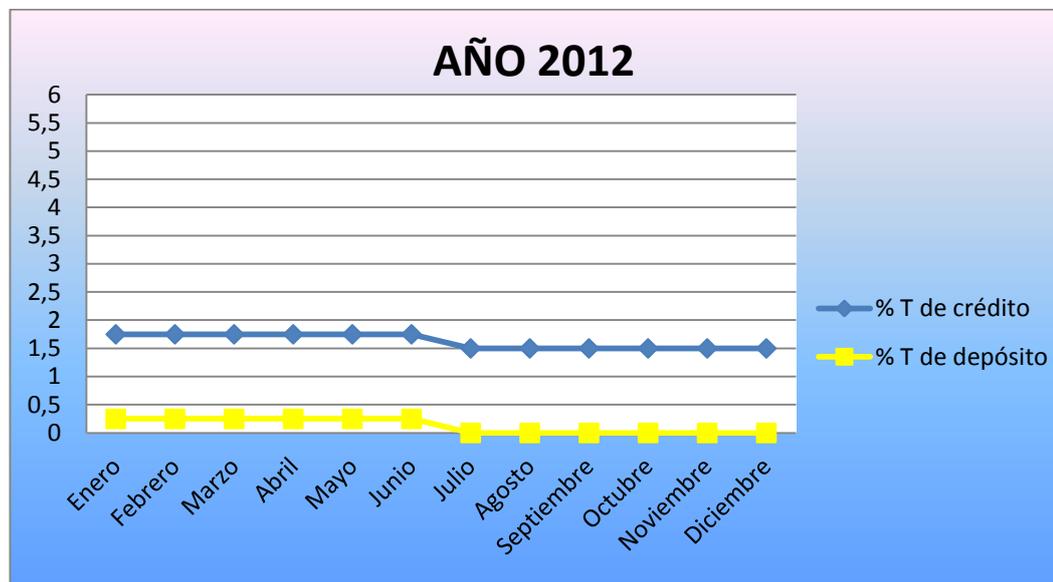
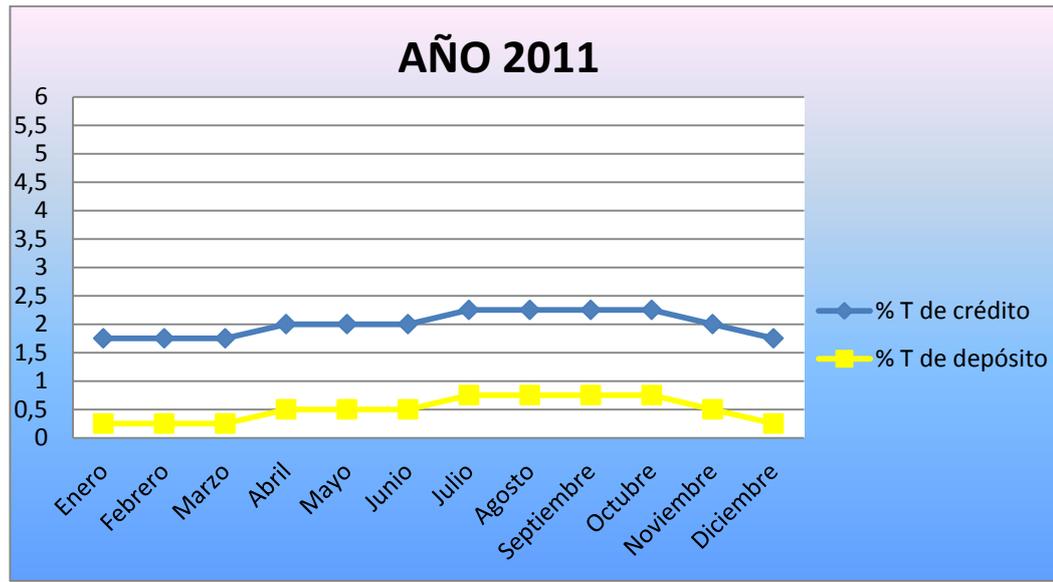
Anexo 3: Evolución de la banda de fluctuación



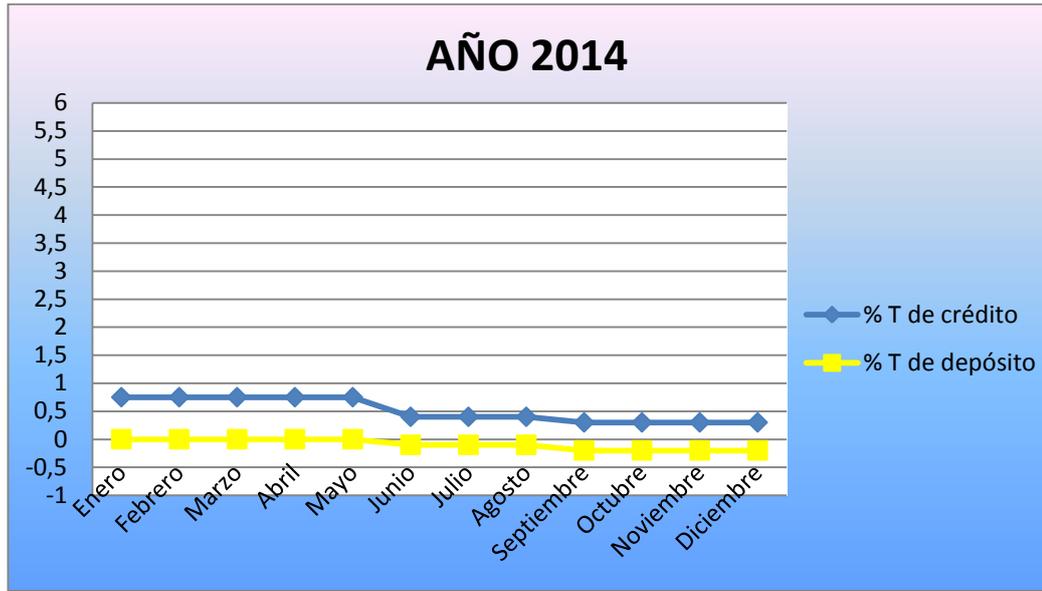
Anexo 3: Evolución de la banda de fluctuación



Anexo 3: Evolución de la banda de fluctuación



Anexo 3: Evolución de la banda de fluctuación



Fuente: Elaboración propia con base de datos de capitales.es

Anexo 4: Calendario del periodo de mantenimiento

ANEXO 4: CALENDARIO DEL PERIODO DE MANTENIMIENTO 2014

PM	Reunión del Consejo de Gobierno	Inicio del período de mantenimiento	Fin del período de mantenimiento	Datos relativos a las bases de reserva de las entidades que informan mensualmente	Datos relativos a las bases de reserva de las entidades que informan trimestralmente	Duración del período de mantenimiento de reservas (días)
1	9 de enero de 2014	15 de enero de 2014	11 de febrero de 2014	Noviembre de 2013	Septiembre de 2013	28
2	6 de febrero de 2014	12 de febrero de 2014	11 de marzo de 2014	Diciembre de 2013	Septiembre de 2013	28
3	6 de marzo de 2014	12 de marzo de 2014	8 de abril de 2014	Enero de 2014	Diciembre de 2013	28
4	3 de abril de 2014	9 de abril de 2014	13 de mayo de 2014	Febrero de 2014	Diciembre de 2013	35
5	8 de mayo de 2014	14 de mayo de 2014	10 de junio de 2014	Marzo de 2014	Diciembre de 2013	28
6	5 de junio de 2014	11 de junio de 2014	8 de julio de 2014	Abril de 2014	Marzo de 2014	28
7	3 de julio de 2014	9 de julio de 2014	12 de agosto de 2014	Mayo de 2014	Marzo de 2014	35
8	7 de agosto de 2014	13 de agosto de 2014	9 de septiembre de 2014	Junio de 2014	Marzo de 2014	28
9	4 de septiembre de 2014	10 de septiembre de 2014	7 de octubre de 2014	Julio de 2014	Junio de 2014	28
10	2 de octubre de 2014	8 de octubre de 2014	11 de noviembre de 2014	Agosto de 2014	Junio de 2014	35
11	6 de noviembre de 2014	12 de noviembre de 2014	9 de diciembre de 2014	Septiembre de 2014	Junio de 2014	28
12	4 de diciembre de 2014	10 de diciembre de 2014	13 de enero de 2015	Octubre de 2014	Septiembre de 2014	35

Fuente: www.ecb.europa.eu