



---

# **Universidad de Valladolid**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**Trabajo de Fin de Grado**

**Grado en Economía**

# **La política monetaria del BCE**

Presentado por:

***Ángela Peñalba Valle***

*Valladolid, 26 de julio de 2021*

## RESUMEN

Las economías de la zona euro, a lo largo de su historia, han experimentado perturbaciones causadas por circunstancias excepcionales. Las más importantes han sido la crisis económica de 2008, causada por la quiebra de Lehman Brothers en EEUU, y la crisis que actualmente vivimos, provocada por la pandemia de coronavirus y que paralizó toda la producción no esencial.

Para ayudar a las economías europeas a afrontar el impacto de las crisis, el Banco Central Europeo cuenta con diferentes instrumentos que ha utilizado en estos momentos para adoptar medidas extraordinarias.

A lo largo de nuestro trabajo explicaremos los instrumentos con los que cuenta el Banco Central Europeo para tomar estas medidas y cómo han afectado estas a la economía de la zona euro y de España.

**Palabras claves:** política monetaria, Banco Central Europeo, tipos de interés oficiales

**Clasificación JEL:** E52 y E58

## ABSTRACT

The economies of the euro zone, throughout their history, have experienced disturbances caused by exceptional circumstances. The most important ones have been the economic crisis of 2008, caused by the bankruptcy of Lehman Brothers in the US, and the crisis that we are currently experiencing, caused by the coronavirus pandemic and that paralyzed all non-essential production.

To help European economies to deal with the impact of crises, the European Central Bank has different instruments which has now used to adopt extraordinary measures.

Throughout our work we will explain the instruments available from the European Central Bank to take these measures and how they have affected the economy of the euro zone and Spain.

**Keywords:** Monetary Policy, European Central Bank, Official Interest Rate

**JEL Classification:** E52 y E58

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>1. INTRODUCCIÓN</b>	<b>5</b>
<b>2. ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO</b>	<b>6</b>
2.1. <i>La estabilidad de precios como objetivo de la política monetaria del BCE</i>	6
2.2. <i>El mecanismo de transmisión de la política monetaria y los pilares para su seguimiento del BCE</i>	9
2.3. <i>La revisión de la estrategia de política monetaria del BCE</i>	12
<b>3. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO</b>	<b>14</b>
3.1. <i>Política de reservas mínimas</i>	15
3.2. <i>Operaciones de mercado abierto</i>	16
3.2.1. Operaciones principales de financiación (OPF)	17
3.2.2. Operaciones de financiación a más largo plazo (OFPML)	18
3.2.3. Operaciones de ajuste	18
3.2.4. Operaciones estructurales	19
3.3. <i>Facilidades permanentes</i>	19
3.3.1. Facilidad marginal de crédito	20
3.3.2. Facilidad marginal de depósito	20
<b>4. LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO</b>	<b>20</b>
4.1. <i>Política monetaria desde 1999 hasta la crisis financiera de 2008</i>	21
4.2. <i>Política monetaria desde 2008 hasta el comienzo de la pandemia</i>	24
4.3. <i>Política monetaria desde el inicio de la crisis sanitaria mundial</i>	29
<b>5. EFECTOS DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO</b>	<b>32</b>
5.1. <i>Efectos sobre la estabilidad de precios</i>	32
5.2. <i>Efectos sobre los préstamos a las empresas y a los hogares</i>	35
5.3. <i>Efectos sobre las condiciones económicas</i>	39
<b>6. CONCLUSIONES</b>	<b>40</b>
<b>7. BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>41</b>

## ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

Cuadro 2.1. Mecanismos de transmisión de los tipos de interés	p. 10
Cuadro 3.1. Instrumentos de política monetaria del Eurosistema	p. 15
Cuadro 4.1. Medidas de política monetaria desde 1999 hasta 2008	p. 22
Cuadro 4.2. Medidas de política monetaria desde 2009 hasta 2019	p. 25
Cuadro 4.3. Medidas de política monetaria desde 2020	p. 29
Gráfico 5.1. Balance de las operaciones de política monetaria	p. 33
Gráfico 5.2. Tipo de interés de las OPF y Euríbor	p. 34
Gráfico 5.3. Índice de Precios al Consumo Armonizado: España y UEM	p. 35
Gráfico 5.4. Variación del volumen de créditos a hogares y empresas	p. 36
Gráfico 5.5. Tipos de interés de los créditos a hogares (vivienda y consumo)	p. 37
Gráfico 5.6. Tipos de interés de los créditos a empresas	p. 37
Gráfico 5.7. Tipo de interés de los créditos a empresas según el volumen	p. 38
Gráfico 5.8. Tasa de crecimiento real del PIB: España y UEM	p. 39
Gráfico 5.9. Tasa de paro: España y UEM	p. 39

# 1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central Europeo (BCE) ha asumido desde la introducción del euro el 1 de enero de 1999 la responsabilidad de la política monetaria de una de las áreas económicas más grandes del mundo, como es la zona euro. El inicio en esa fecha de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria supuso un importante reto en el largo y complicado proceso de integración europea.

El Banco Central Europeo, como núcleo del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales<sup>1</sup>, tiene dos misiones básicas. En primer lugar, mantener la estabilidad de precios en la zona euro, definiendo y ejecutando una política monetaria que permita dicha estabilidad puesto que periodos largos de inflación o deflación excesivas resultan perjudiciales para la economía. En segundo lugar, contribuir a la seguridad y solidez del sistema bancario europeo realizando una supervisión coherente y armonizada de las entidades de crédito para garantizar la solvencia y la estabilidad del sistema financiero de la Unión Europea.

En este trabajo nos centraremos en el estudio de la primera de esas misiones y nuestro objetivo es analizar la política monetaria, su diseño original y sus cambios ante la situación provocada por la crisis financiera de 2008 y por la crisis del coronavirus en 2020, así como, su eficacia. Para ello, en primer lugar, examinaremos la estrategia de política monetaria analizando las ventajas y limitaciones de la estabilidad de precios como objetivo de política monetaria, el mecanismo de transmisión de dicha política y los pilares para su seguimiento. En el siguiente apartado detallamos los instrumentos de política monetaria: la política de reservas mínimas, las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes. A continuación, revisamos las decisiones de política monetaria con especial atención a la puesta en marcha de medidas no convencionales; para ello diferenciamos tres etapas: hasta la crisis de 2008, desde 2008 hasta marzo de 2020 y desde el inicio de la pandemia. En último lugar, valoramos la eficacia de la política monetaria instrumentada viendo sus efectos sobre la inflación, las condiciones de acceso al crédito para hogares y empresas y sobre el crecimiento económico. Las fuentes de información básica

---

<sup>1</sup> El Eurosistema está formado por el BCE y por los Bancos Centrales de los países que tienen el euro como moneda. Por su parte, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está formado por el BCE y por los Bancos Centrales de los países de la Unión Europea (tengan o no el euro como moneda).

han sido los informes y estadísticas proporcionadas por el Banco Central Europeo y el Banco de España. Finalmente se exponen las principales conclusiones obtenidas a lo largo del trabajo y que ponen de manifiesto la diferente reacción de la autoridad monetaria ante las dos crisis, la persistente necesidad de medidas no convencionales desde hace más de una década y las limitaciones de la política monetaria si no van acompañadas de otras políticas como las fiscales o las estructurales.

## **2. ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO**

El Banco de España define la política monetaria como el “conjunto de acciones que llevan a cabo los bancos centrales dirigidas a controlar los tipos de interés y la cantidad de dinero, con la finalidad de influir en las condiciones financieras de una economía y alcanzar determinados objetivos”<sup>2</sup>. En el caso del Banco Central Europeo (BCE) ese objetivo es el de mantener la estabilidad de precios y en este apartado, describiremos la estrategia de política monetaria seguida por esta institución para lograrlo. En primer lugar, analizaremos la estabilidad de precios como objetivo de política monetaria (sus ventajas y limitaciones); a continuación, revisaremos el mecanismo de transmisión de la política monetaria y los pilares para su seguimiento; y finalmente, comentaremos la revisión de la estrategia de política monetaria que está llevando a cabo actualmente el BCE.

### **2.1. La estabilidad de precios como objetivo de la política monetaria del BCE**

La política monetaria incide en la economía porque el banco central tiene el monopolio de la oferta de la base monetaria al ser el único emisor de billetes y el único proveedor de reservas bancarias. Esa situación de monopolio le permite controlar los tipos de interés a corto plazo.

Una variación de esos tipos de interés a corto plazo provocada por el banco central, produce la activación de una serie de mecanismos y de acciones de los agentes económicos que van a repercutir en las variables económicas como la producción o los precios. Existe una relación muy estrecha entre crecimiento del

---

<sup>2</sup> Glosario sobre política monetaria:  
<https://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioPolt/indexP.html>

dinero y la inflación; dicho de otra forma, la inflación es en última instancia un fenómeno monetario.

Sin embargo, a largo plazo, el banco central no puede influir en el crecimiento económico variando la oferta monetaria. Esto se conoce como “neutralidad del dinero a largo plazo” y establece que, a largo plazo, la renta real o el nivel de empleo de la economía están determinados por factores reales como la tecnología, el crecimiento demográfico, entre otros.

La conexión que existe entre la inflación y el aumento del dinero, y su neutralidad a largo plazo han sido ratificadas en numerosos estudios económicos teóricos y aplicados<sup>3</sup>. En consecuencia, existe actualmente un amplio consenso sobre que la estabilidad de precios contribuye a incrementar el bienestar económico y el potencial de crecimiento de la economía y, por tanto, debe ser el objetivo de la política monetaria.

El objetivo de estabilidad de precios hace referencia al nivel general de los precios de una economía y consiste en evitar tanto una inflación como una deflación prolongadas.

Las ventajas que ofrece la estabilidad de precios son numerosas y pueden resumirse en los siguientes puntos:

- Permite a los consumidores distinguir con mayor facilidad las variaciones de los precios de cualquier bien o servicio de la economía. Si existe estabilidad, la población entiende que los precios se rigen según la escasez de los bienes y servicios, determinada por variaciones en la oferta y la demanda, lo que conlleva una asignación más eficiente de los recursos. De este modo, se incrementa el bienestar de la población y el potencial de producción de la economía.
- Los inversores en los mercados de capitales no exigirán compensaciones vía primas de riesgo por mantener activos a largo plazo, puesto que la inflación no deteriorará su rentabilidad. En consecuencia, mejorará la

---

<sup>3</sup> Revisiones teóricas y aplicadas del papel de la política monetaria puede encontrarse en Melcón (1994) y Gil (2015).

eficiencia de los mercados de capitales en la asignación de los recursos financieros y se incentivará la inversión.

- La garantía de una estabilidad en los precios reducirá la probabilidad de que empresas e individuos desvíen sus recursos hacia instrumentos que los protejan de la inflación y estimulará la aplicación de los recursos a usos productivos.
- La estabilidad de precios evita la creación de falsas expectativas que distorsionan el comportamiento económico de los agentes en relación al sistema tributario, puesto que generalmente no se produce una indiciación de los tipos impositivos y las cotizaciones a la seguridad social a la inflación.
- La inflación actúa como un impuesto sobre el dinero en efectivo. Si hay inflación, las familias tienen menos incentivos para utilizar dinero en efectivo ya que así reducen los costes de transacción que se generan por ir más frecuentemente a retirar fondos.
- La estabilidad de los precios evita una distribución de la renta perjudicial para la sociedad. En general, los grupos más débiles son los más afectados por las situaciones de inflación ya que tienen menores posibilidades de cobertura frente a ella. Así pues, la estabilidad de precios permite mantener la cohesión y estabilidad sociales.

Como indican estos argumentos, un banco central cuyo objetivo es la estabilidad de precios contribuye a la consecución de otros objetivos económicos y sociales más amplios. Sin embargo, asumido ese objetivo general es necesario precisarlo.

En 1998 el Consejo de Gobierno del BCE anunció la siguiente definición cuantitativa: “la estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC<sup>4</sup>) de la zona euro inferior al 2%. La estabilidad de precios ha de mantenerse en el medio plazo”. Posteriormente en 2003, el Consejo de Gobierno matizó esta definición

---

<sup>4</sup> Según se indica en INE (2017, p.46), el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) es “un indicador estadístico cuyo objetivo es proporcionar una medida común de la inflación que permita realizar comparaciones entre los países de la Unión Europea (UE), y entre éstos y otros países que no pertenecen a la UE”. Información más detallada sobre este índice (metodología y resultados) puede consultarse en: [https://www.ine.es/prensa/ipca\\_prensa.htm](https://www.ine.es/prensa/ipca_prensa.htm)



señalando que su objetivo es mantener las tasas de inflación “por debajo del 2%, pero próximas a este valor en el medio plazo”.

Esta definición indica implícitamente que tanto la inflación por encima del 2% como la deflación, si cabe aún más, son perjudiciales para la evolución de las economías, y con su precisión cuantitativa aumenta la transparencia de la política monetaria al aclarar la interpretación que hace el Consejo de Gobierno de la principal finalidad del Banco Central Europeo.

## 2.2. El mecanismo de transmisión de la política monetaria y los pilares para su seguimiento del BCE

El mecanismo de transmisión de la política monetaria es “el proceso por el que las decisiones de política monetaria afectan a la economía, en general, y al nivel de precios, en particular” (BCE, 2011, p. 62).

Los efectos de los estímulos de la política monetaria sobre la economía están asociados a los diferentes mecanismos y actuaciones de los agentes económicos. Por tanto, las medidas de política monetaria tardan un tiempo en influir en los precios y el impacto de dichas medidas depende de la situación de la economía. Los bancos centrales tienen que enfrentarse a retardos variables y de muy diversa índole a la hora de comprobar los efectos de la política monetaria instrumentada.

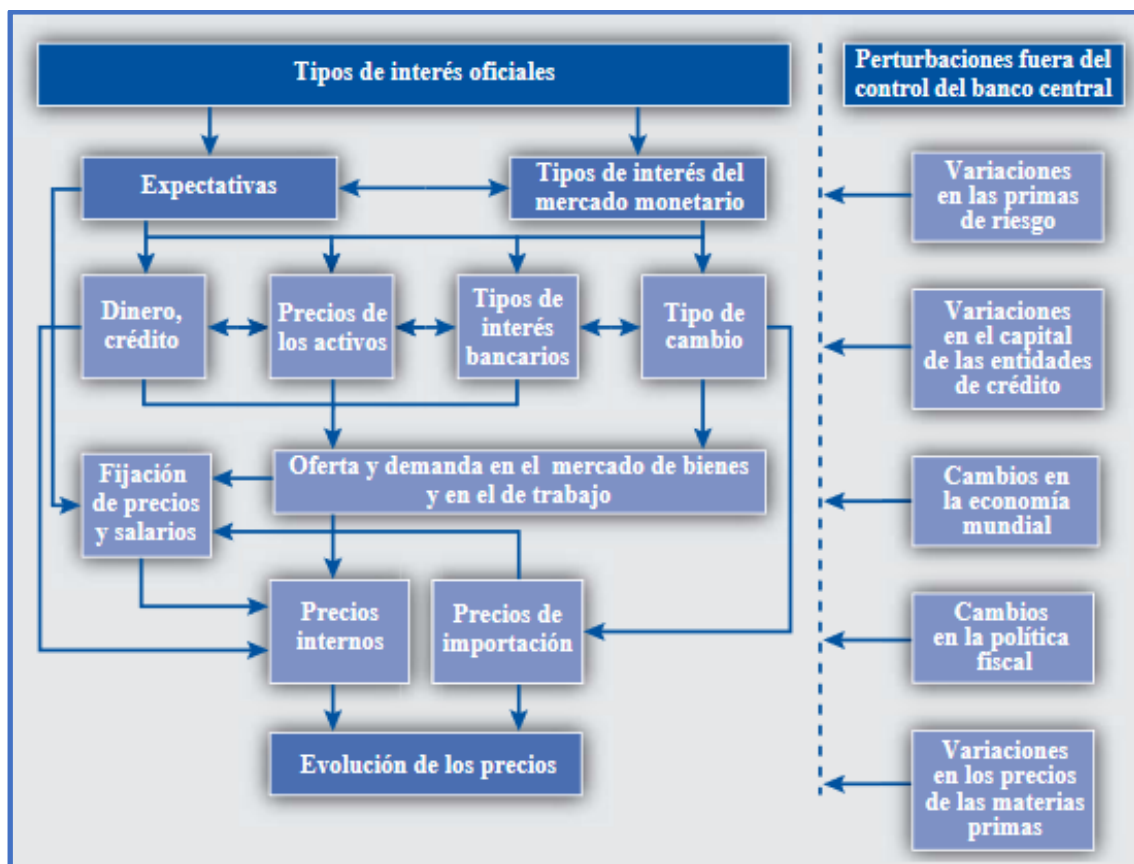
En la práctica, la evolución de la economía se ve afectada por diversas perturbaciones, como pueden ser la variación del precio del petróleo que afecta a la inflación, un desastre natural, etc. Por este motivo, la política monetaria debe realizar un seguimiento de la cadena de transmisión, con el objetivo de evitar los efectos perniciosos de las perturbaciones exógenas. Además, el camino que debe seguir la política monetaria depende de la naturaleza, la magnitud y la duración de las perturbaciones.

El reto del BCE consiste en identificar los factores que afectan a la variación de los precios para establecer la respuesta correcta de política monetaria.

Un esquema de los canales de transmisión se muestra en el cuadro 2.1. Como puede observarse, la cadena de causa-efecto que vincula las decisiones de política monetaria con el nivel de precios empieza con una modificación de los

tipos de interés oficiales que fija el banco central y que aplicará en sus operaciones con las entidades de crédito.

Cuadro 2.1. Mecanismo de transmisión de los tipos de interés



Fuente: BCE (2011).

De esta forma, gracias al monopolio en la creación de la base monetaria, el banco central influye en el coste de financiación requerida por las entidades bancarias que, a su vez, trasladarán esos costes a las operaciones de préstamos que realizan con sus clientes. A esta interacción se la denomina canal de tipo de interés y de ese modo el banco central puede influir sobre el mercado monetario y controlar los tipos de interés de este mercado.

Esa modificación de los tipos de interés oficiales no sólo tiene incidencia directa sobre los tipos de interés del mercado monetario, sino que también incide sobre las expectativas de inflación futura, las decisiones de ahorro, gasto e inversión, cambios en la oferta y demanda de bienes y servicios, variaciones en los precios

de los activos y tipos de cambio, etc.<sup>5</sup> Todas estas repercusiones acabarán incidiendo en el nivel de precios de la economía.

Conociendo el mecanismo de transmisión de la política monetaria, podemos confirmar que el Banco Central Europeo puede fijar unos tipos de interés a corto plazo que aseguren la estabilidad de los precios en el medio plazo. No obstante, como los bancos centrales están sometidos a una elevada incertidumbre debido a las perturbaciones exógenas que afectan a la economía y están fuera de su control, el BCE considera que la política monetaria para tener éxito debe tener las siguientes características:

- La política monetaria debe ayudar al funcionamiento del mecanismo de transmisión. Depende de las entidades bancarias y de su disposición a intercambiar liquidez para que se transmitan adecuadamente las intenciones de la política monetaria a los tipos de interés del mercado monetario.
- La política monetaria debe tener un carácter prospectivo y preventivo. Los cambios que se realizan de política monetaria afectarán al nivel de precios pasados varios trimestres o años. Por ello, el banco central debe determinar la orientación de la política monetaria para mantener la estabilidad de precios en el futuro.
- La política monetaria debe centrar su atención en el medio plazo. Puesto que existen retardos en su transmisión que dificultan que las medidas adoptadas influyan en el nivel de precios a corto plazo, haciendo inevitable cierta volatilidad de las tasas de inflación.
- La política monetaria debe servir de ancla a las expectativas de inflación, lo que permitirá que sea más efectiva.
- La política monetaria tiene que basar sus decisiones en un conjunto extenso de indicadores, para obtener información más fiable de la economía. El banco central se enfrenta a situaciones de incertidumbre y de este modo considera toda la información relevante para comprender los factores que inciden en la evolución económica.

---

<sup>5</sup> Estas interacciones aparecen detalladas en BCE (2011).

En la misma línea de valoración adecuada y periódica de los riesgos para la estabilidad de precios, el BCE basa sus decisiones de política monetaria en dos pilares analíticos de carácter complementario: el análisis económico y el análisis monetario.

El análisis económico tiene como objetivo determinar los factores que influyen en el comportamiento de los precios a corto y medio plazo. Se centra en la actividad real y considera que la evolución de los precios a esos plazos se ve influida por la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes y servicios y de factores productivos.

El análisis monetario tiene un horizonte de medio y largo plazo, se centra en la relación entre dinero y precios y sirve para comprobar la información proporcionada por el análisis económico.

Según se indica en BCE (2011, p. 75), el enfoque basado en estos dos pilares analíticos “está pensado para asegurar que no se pierda información relevante en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios y que se preste la atención adecuada a las distintas perspectivas y al contraste de la información, con el fin de obtener una valoración general de esos riesgos. Este enfoque representa, y transmite al público, la idea de un análisis diversificado y garantiza que las decisiones se adopten con rigor”.

### 2.3. La revisión de la estrategia de política monetaria del BCE

El Banco Central Europeo propuso en enero de 2020 una revisión de la estrategia de política monetaria<sup>6</sup>. Se esperaba que esta revisión estuviese concluida antes de finales de 2020, pero en abril, y como consecuencia de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19, se aplazará, como mínimo, hasta mediados de 2021.

---

<sup>6</sup> La anterior revisión se produjo en 2003, no resultó de excesivo calado y sobre todo supuso una redefinición del objetivo de estabilidad de precios, pasando de “una inflación por debajo del 2%” a “una inflación por debajo, pero cerca, del 2% a medio plazo”. Sus líneas básicas pueden consultarse en: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508\\_2.es.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.es.html)

El objetivo fundamental de esta revisión es garantizar que la política monetaria sea adecuada a los fines que se establecen, tanto en el presente como en el futuro.

Desde 2003, el entorno en el que opera la política monetaria de la zona euro ha experimentado importantes transformaciones; estos cambios, junto a la crisis financiera de 2008, son los que provocan que el BCE tenga que utilizar medidas no convencionales para mitigar sus efectos y son los que contribuyen a explicar, según Morron y Murillo (2020), el incumplimiento del objetivo de inflación del BCE en los últimos años.

Los cambios más significativos en el entorno que avalan la necesidad de revisión de la estrategia del BCE son, de forma sintética, los siguientes:

- Tipos de interés históricamente bajos y barreras a la bajada de los tipos de interés. Tradicionalmente, los bancos centrales suben los tipos de interés cuando la inflación es alta, y los reducen cuando la inflación es baja. Hoy por hoy, los tipos de interés están cercanos a 0 o incluso son negativos. Esto supone un impedimento para el banco central para bajar los tipos de interés como lo hubiese hecho en un periodo de crecimiento lento y una inflación baja.
- Cambio climático, globalización, rápida digitalización y estructura financiera cambiante. Estos factores producen efectos inesperados en el mundo, en la economía y, por tanto, en la política monetaria del Banco Central Europeo.

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo para hacer frente a estos cambios ha comenzado la revisión de dicha estrategia respetando su objetivo primordial de estabilidad de precios, analizando la efectividad de la política monetaria adoptada hasta el momento y la necesidad de someter alguno de sus elementos a ajustes. Además, se considerarán otros aspectos como la estabilidad financiera, el empleo y la sostenibilidad medioambiental como variables relevantes para el cumplimiento del mandato del BCE y se examinarán los instrumentos de política monetaria, evaluando su eficacia y los posibles efectos adversos. El análisis económico y monetario, utilizados para valorar los riesgos, también serán objeto de estudio.

El Banco Central Europeo (2020a, 2020b, 2021a y 2021b), a través de sus notas de prensa, y Morron y Murillo (2020) apuntan algunas de las modificaciones en la estrategia de política monetaria que se podrían adoptar, entre ellas:

- Examinar qué se entiende por “estabilidad de precios”.
- Mantener el objetivo de inflación en el 2% con la incorporación de algún ajuste que lo haga más flexible; por ejemplo, estableciendo un rango simétrico en torno al 2%, de un 1,5%-2,5%.
- Replantearse si sus índices de referencia reflejan correctamente la inflación, analizando su metodología y comunicando a Eurostat, si fuese necesario, la necesidad de retocar su fórmula de cálculo.
- Revisar los instrumentos de política monetaria disponibles e incorporar explícitamente aquellos que han sido la base de las medidas no convencionales desde 2008.
- Mejorar la comunicación de la política monetaria mediante, por ejemplo, la realización de votaciones para aprobar las decisiones de política monetaria o la publicación de las expectativas de los miembros del BCE sobre los tipos de interés a largo plazo para reducir la incertidumbre.

Las anteriores modificaciones se han visto en esencia confirmadas el 8 de julio de 2021 por el BCE que ha anunciado en una nota de prensa la aprobación de su nueva estrategia de política monetaria<sup>7</sup>.

### **3. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO**

El Banco Central Europeo dispone de diversos instrumentos para ejecutar la política monetaria e incidir sobre los tipos de interés oficiales que, como ya hemos señalado, marcan el inicio de la cadena de transmisión a los precios. Esos instrumentos son las reservas mínimas, las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes de depósito y de crédito. Una visión de conjunto se recoge en el cuadro 3.1 y su estudio pormenorizado se realizará en los siguientes epígrafes.

---

<sup>7</sup> Banco Central Europeo (2021c): <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.es.html>

Cuadro 3.1. Instrumentos de política monetaria del Eurosistema

OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA	Tipo de operación		Vencimiento	Periodicidad	Ejecución
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
<b>Política de reservas mínimas</b>					
<b>Reservas mínimas obligatorias</b>	· Depósitos a mantener en el BCE	· Depósitos a mantener en el BCE	· Periodo de mantenimiento	· Periodo de mantenimiento	· Control del cumplimiento del coeficiente de reservas
<b>Operaciones de mercado abierto</b>					
<b>Operaciones principales de financiación</b>	· Operaciones temporales	-	· Una semana	· Semanal	· Subastas estándar a tipo fijo o variable
<b>Operaciones de financiación a mas largo plazo</b>	· Operaciones temporales	-	· Tres meses	· Mensual	· Subastas estándar a tipo variable (normalmente)
<b>Operaciones de ajuste</b>	· Operaciones temporales · Swaps de divisas	· Operaciones temporales · Swaps de divisas · Depósitos a plazo fijo	· Sin determinar	· Sin determinar	· Subastas rápidas · Procedimientos bilaterales
<b>Operaciones estructurales</b>	· Operaciones temporales · Compra de activos en firme	· Emisión de certificados de deuda BCE · Ventas de activos en firme	· Sin determinar	· Sin determinar	· Subastas rápidas
	· Compra de activos en firme	· Venta de activos en firme			· Procedimientos bilaterales
<b>Facilidades permanentes</b>					
<b>Facilidad marginal de crédito</b>	· Operaciones temporales	-	· Un día	· Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	· Créditos a un día por el BCE
<b>Facilidad marginal de depósito</b>	-	· Depósitos	· Un día	· Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	· Depósitos a un día en el BCE

Fuente: Elaboración propia con información del BCE.

### 3.1. Política de reservas mínimas

Las reservas mínimas u obligatorias son fondos que las entidades de crédito de la zona euro deben mantener en las cuentas de sus bancos centrales nacionales.

Las reservas mínimas para cada entidad se fijan para plazos que se denominan periodos de mantenimiento<sup>8</sup>. No es necesario que las entidades de crédito mantengan diariamente el importe total de la reserva mínima. El cumplimiento de esta exigencia se determina como media de los fondos mantenidos al final de

<sup>8</sup> El periodo de mantenimiento de reservas comienza el día de la primera operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno para evaluar la política monetaria y termina el día anterior a la liquidación de la primera operación principal de financiación del periodo siguiente. Dichos periodos pueden consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/press/calendars/reserve/html/index.en.html>

cada día por las entidades en sus cuentas de reserva a lo largo del periodo de mantenimiento.

Su objetivo es controlar la liquidez del sistema y, sobre todo, estabilizar los tipos de interés a corto plazo puesto que, gracias a este sistema promedio de cumplimiento de exigencias de reservas mínimas, las entidades pueden prestarse fondos entre sí en los mercados monetarios depositando o retirando fondos de sus reservas en el banco central.

El importe de reservas que debe mantener cada entidad de crédito en el banco central se calcula en dos fases. Primero se define la base de reservas en función de los pasivos computables de su balance de situación<sup>9</sup>. Posteriormente, se multiplica la base de reservas por un coeficiente y esa será la cuantía a mantener en las cuentas del banco central.

Para que la política de reservas mínimas no suponga una carga para las entidades financieras a las que se aplica, por un lado, se las remunera al tipo de interés de las operaciones principales de financiación y, además, existe una franquicia de 100.000 euros<sup>10</sup>.

### 3.2. Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto permiten al Banco Central Europeo mantener el control de los tipos de interés y gestionar la liquidez del mercado al mismo tiempo que sirven para orientar la política monetaria.

Existen cuatro categorías de operaciones de mercado abierto: operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a más largo plazo, operaciones de ajuste y operaciones estructurales. A continuación, analizaremos la finalidad, la regularidad y los procedimientos empleados para cada una de ellas.

---

<sup>9</sup> No todos los pasivos son computables en el cálculo de las reservas mínimas y a no todos los computables se les tiene que aplicar un coeficiente de reservas positivo. Estas cuestiones de carácter más técnico pueden consultarse en BCE (2011) y en la propia web del BCE: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/index.es.html>

<sup>10</sup> Esto supone que, de las reservas mínimas a depositar en los bancos centrales nacionales, las entidades pueden deducir 100.000 euros que quedarían exentos del cumplimiento.



### 3.2.1. Operaciones principales de financiación (OPF)

Son operaciones temporales<sup>11</sup> y su objetivo es proporcionar la mayor parte de la liquidez al sistema bancario.

Estas operaciones se ejecutan mediante subastas estándar y se llevan a cabo con un calendario previo, con una periodicidad y un vencimiento inicialmente semanal. Pueden participar en estas subastas todas las entidades que estén sujetas a la política de reservas mínimas del Eurosistema y que tengan una posición financiera sólida.

Cada entidad envía su puja al banco central nacional de su país. El Banco Central Europeo puede realizar subastas estándar de dos tipos: subastas a tipo de interés fijo y subastas a tipo de interés variable.

En las subastas a tipo de interés fijo, el Consejo de Gobierno del BCE establece previamente el tipo de interés y las entidades pujan por la cantidad de dinero con la que desean realizar operaciones a ese tipo de interés con los bancos centrales nacionales. Para la adjudicación de la subasta, se suman todas las cantidades que se han solicitado, y si el volumen supera la cantidad de liquidez que el BCE desea adjudicar, la cantidad de fondos se prorroga y se reparte mediante una regla de reparto proporcional.

En las subastas a tipo de interés variable, cada entidad puja por la cantidad de dinero y el tipo de interés al que desean realizar la operación. Para la adjudicación, se ordenan las peticiones de mayor a menor tipo de interés ofrecido. Las pujas más altas se aceptan con prioridad y las pujas más bajas se aceptan hasta que se agota el volumen de liquidez que se desea adjudicar. Si al tipo de interés mínimo de la subasta, denominado tipo de interés marginal, la suma de las cantidades solicitadas supera la cantidad disponible para repartir, las pujas se prorroga. Las subastas a tipo de interés variables pueden adoptar

---

<sup>11</sup> Son operaciones en las que “el Eurosistema compra o vende activos de garantía admitidos mediante cesiones temporales o realiza operaciones de crédito utilizando como garantía dichos activos” (BCE, 2011, p. 116). Los activos de garantía son activos que se exigen para avalar la obtención de un crédito del Eurosistema, han ido variando a lo largo del tiempo y el actual listado puede encontrarse en:

[https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/activos/Los\\_activos\\_de\\_garantia.html](https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/activos/Los_activos_de_garantia.html)

la modalidad holandesa (todas las peticiones se adjudican al tipo de interés marginal) o la modalidad americana (las peticiones se adjudican a los distintos tipos de interés solicitados).

### 3.2.2. Operaciones de financiación a más largo plazo (OFPML)

Estas operaciones también son operaciones temporales para inyectar liquidez, pero a diferencia de las anteriores su periodicidad es mensual y el vencimiento trimestral. El objetivo es proporcionar al sector bancario financiación a más largo plazo para, de este modo, evitar la renovación semanal de la liquidez del mercado monetario. Todas las entidades de crédito del Eurosistema que lo estimen oportuno pueden participar en este tipo de operaciones.

Las OFPML se ejecutan a través de subastas estándar, normalmente a tipo de interés variable. En situaciones excepcionales, el Banco Central Europeo puede ejecutar estas operaciones a tipo de interés fijo y con adjudicación plena.

### 3.2.3. Operaciones de ajuste

Este tipo de operaciones no tienen ni periodicidad ni vencimiento determinados. Pueden utilizarse tanto para absorber como para inyectar liquidez en el mercado. El objetivo de las operaciones es suavizar los efectos que se producen en los tipos de interés como consecuencia de las fluctuaciones inesperadas en la liquidez. De este modo, se gestiona la liquidez del mercado y se controlan los tipos de interés.

Los bancos centrales realizan principalmente estas operaciones de ajuste mediante operaciones temporales, pero pueden adoptar la forma de swaps de divisas<sup>12</sup> o captación de depósitos a plazo fijo<sup>13</sup>.

Las operaciones de ajuste se ejecutan mediante subastas rápidas, con un plazo de una hora entre el anuncio de la subasta y la adjudicación; no obstante, también se pueden utilizar procedimientos bilaterales, en los que el banco central

---

<sup>12</sup> Son operaciones por las que se compra o se venden euros contra divisas al contado y, simultáneamente, se efectúa la operación inversa a un plazo determinado.

<sup>13</sup> Son operaciones para absorber liquidez por la que el “Eurosistema puede proponer a las entidades de contrapartida que constituyan depósitos remunerados a plazo fijo en el BCN del Estado miembro en el que la entidad esté establecida” (BCE, 2011, p. 117).

realiza una transacción con una entidad o grupo reducido de entidades. En cualquiera de los casos, y por motivos operativos, solo pueden participar un número limitado de entidades que es determinado por el BCE. Como norma general, serán los bancos centrales nacionales los que realicen estas operaciones, pero excepcionalmente, y en el caso de procedimientos bilaterales, el Consejo de Gobierno puede decidir que sea directamente el BCE el que las lleve a cabo.

#### 3.2.4. Operaciones estructurales

Estas operaciones se realizan siempre que el BCE desea ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero. Para inyectar liquidez pueden realizarse operaciones temporales o compras de activos en firme; para drenar liquidez están previstas ventas de activos en firme y la emisión de certificados de deuda del BCE.

Las operaciones estructurales en forma de operaciones temporales o de emisión de certificados de deuda se ejecutan a través de subastas estándar por los bancos centrales nacionales. Las que toman forma de operaciones temporales en firme (compras o ventas de activos en firme), se ejecutan a través de procedimientos bilaterales.

El Consejo de Gobierno puede establecer en situaciones excepcionales que sea el BCE el que realice las operaciones estructurales en lugar de los bancos centrales nacionales.

### 3.3. Facilidades permanentes

El Eurosistema tiene otro instrumento de política monetaria que es fijar los tipos de interés de las facilidades permanentes. Este instrumento tiene como finalidad inyectar o absorber liquidez a un día, orientar la política monetaria y controlar los tipos de interés en el mercado a un día.

Las entidades pueden recurrir a dos facilidades permanentes: la facilidad marginal de crédito y la facilidad marginal de depósito.

### 3.3.1. Facilidad marginal de crédito

Es un instrumento que permite obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales (BCN) a un tipo de interés predeterminado por el BCE. Este tipo de interés representa un límite superior para el tipo de interés que va a alcanzar el mercado a un día. Con ello se pretende que las entidades del Eurosistema puedan satisfacer sus necesidades transitorias de liquidez. Para obtener dicha liquidez cada entidad debe de aportar unos activos de garantía que aseguren la devolución de los fondos recibidos.

Las entidades, para acceder a la facilidad marginal de crédito, deben enviar una solicitud al BCN del país en el que se encuentre. En la solicitud debe incluirse el volumen del crédito y los activos de garantía para asegurar la operación. La obligación que tienen las entidades de cumplir con el coeficiente de reservas mínimas hace que acudan a este instrumento si prevén su incumplimiento.

Con este instrumento, el BCE actúa como prestamista en última instancia, ya que las entidades deben buscar liquidez en los mercados y en caso de no obtenerla, recurrirán al BCE como última opción.

### 3.3.2. Facilidad marginal de depósito

Este instrumento permite a las entidades realizar depósitos a un día en los BCN con un tipo de interés determinado por el BCE. Este tipo de interés constituye un límite inferior para el tipo de interés del mercado a un día. A diferencia de la facilidad marginal de crédito, con este instrumento el BCE no ofrece ningún activo de garantía a las entidades.

Como ocurre con la facilidad marginal de crédito, para acceder a la facilidad marginal de depósito las entidades tienen que enviar una solicitud al BCN del país en el que se encuentre. En dicha solicitud cada entidad debe señalar el volumen del depósito a realizar.

## **4. LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO**

En 1998 tuvo lugar una reunión en Bruselas a la que asistieron los jefes de estado y de gobierno, y ministros de economía de cada país para determinar qué

países habían logrado cumplir con los criterios de convergencia<sup>14</sup> establecidos en el Tratado de Maastricht (1992)<sup>15</sup>, necesarios para entrar en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) a partir del 1 de enero de 1999. El inicio de esta tercera fase del proceso de integración supuso el nacimiento del euro como moneda común y la aplicación de una política monetaria única bajo la responsabilidad del BCE. Durante todos estos años, la zona euro se ha enfrentado a grandes desafíos, puesto que ha tenido que hacer frente a numerosas perturbaciones económicas y financieras con impacto y naturaleza diversas.

A continuación, analizaremos las decisiones adoptadas por el BCE desde su creación distinguiendo tres fases. La primera etapa, desde 1999 hasta la crisis financiera de 2008, con un diseño convencional basado en los instrumentos revisados en el apartado anterior. La segunda, desde 2008 hasta marzo de 2020, marcada por la crisis financiera y sus efectos, y en la que tienen que introducirse medidas no convencionales. Finalmente, desde marzo de 2020, la crisis sanitaria mundial provocada por el COVID-19 abre una nueva etapa en la instrumentación de la política monetaria con el mantenimiento y refuerzo de medidas no convencionales.

#### 4.1. Política monetaria desde 1999 hasta la crisis financiera de 2008

El Consejo de Gobierno, principal órgano rector del Banco Central Europeo, inició sus operaciones cuando los países integrantes de la zona euro habían alcanzado la estabilidad de precios puesto que cumplían con los criterios de convergencia. En ese momento, los tipos de interés se encontraban en niveles muy reducidos, por lo que el BCE decidió fijar en diciembre de 1998 el tipo de interés mínimo en las pujas de las OPF en un 3%, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 4,5%, y el de la facilidad de depósito en el 2%. Por su parte, el coeficiente de reservas mínimas se situó en el 2% durante todo el periodo.

---

<sup>14</sup> Los criterios de convergencia vienen detallados en el Consejo de la Unión Europea. Disponible en: <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/joining-the-euro-area/convergence-criteria/>

<sup>15</sup> Más información sobre el Tratado de Maastricht (1992) disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=LEGISSUM%3Axy0026>

Estas son las medidas que marcan el inicio de la política monetaria del BCE. Sus principales cambios hasta 2008 se recogen en el cuadro 4.1 y las causas de esas modificaciones las comentaremos a continuación siguiendo el análisis proporcionado por el BCE (2011).

Cuadro 4.1. Medidas de política monetaria desde 1999 hasta 2008

	Coefficiente de reservas mínimas	Tipo mínimo en las pujas de las OPF	Tipo de interés facilidad marginal de crédito	Tipo de interés facilidad marginal de depósito
1999	2%	Inicialmente mediante subastas a tipo de interés fijo del 3%, se reduce al 2,5% en abril y vuelve a aumentar al 3% en noviembre	Inicialmente del 4,5%, se reduce al 3,5% en abril y aumenta hasta el 4% en noviembre	Inicialmente del 2%, se reduce al 1,5% en abril y aumenta hasta el 2% en noviembre
2000	2%	Subidas progresivas: 3,25% (febrero), 3,5% (marzo), 3,75% (abril), 4,25% (junio) y desde esta fecha mediante subastas a tipos de interés variable modalidad americana y establecimiento de tipo mínimo). 4,5% (agosto) y 4,75% (octubre)	Subidas progresivas: 4,25% (febrero), 4,5% (marzo), 4,75% (abril), 5,25% (junio), 5,5% (agosto) y 5,75% (octubre)	Subidas progresivas: 2,25% (febrero), 2,5% (marzo), 2,75% (abril), 3,25% (junio), 3,5% (agosto) y 3,75% (octubre)
2001	2%	Descensos progresivos: 4,5% (mayo), 4,25% (agosto), 3,75% (septiembre) y 3,25% (noviembre)	Descensos progresivos: 5,5% (mayo), 5,25% (agosto), 4,75% (septiembre) y 4,25% (noviembre)	Descensos progresivos: 3,5% (mayo), 3,25% (agosto), 2,75% (septiembre) y 2,25% (noviembre)
2002	2%	Todo el año se mantiene en el 3,25% y en diciembre se rebaja al 2,75%	Todo el año se mantiene en el 4,25% y en diciembre se rebaja al 3,75%	Todo el año se mantiene en el 2,25% y en diciembre se rebaja al 1,75%
2003	2%	Dos descensos en el año: 2,5% (marzo) y 2% (junio)	Dos descensos en el año: 3,5% (marzo) y 3% (junio)	Dos descensos en el año: 1,5% (marzo) y 1% (junio)
2004	2% (en marzo se modifica el periodo de mantenimiento de reservas, afectando a su fecha de inicio)	Se mantiene todo el año en el 2% (en marzo el plazo de vencimiento de las OPF se reduce de dos a una semana)	Se mantiene todo el año en el 3%	Se mantiene todo el año en el 1%
2005	2%	En diciembre se incrementa hasta el 2,25%	En diciembre se incrementa hasta el 3,25%	En diciembre se incrementa hasta el 1,25%
2006	2%	Subidas progresivas: 2,50% (marzo), 2,75% (junio), 3% (agosto), 3,25% (octubre) y 3,5% (diciembre)	Subidas progresivas: 3,50% (marzo), 3,75% (junio), 4% (agosto), 4,25% (octubre) y 4,5% (diciembre)	Subidas progresivas: 1,50% (marzo), 1,75% (junio), 2% (agosto), 2,25% (octubre) y 2,5% (diciembre)
2007	2%	Subidas progresivas: 3,75% (marzo) y 4% (desde junio)	Subidas progresivas: 4,75% (marzo) y 5% (desde junio)	Subidas progresivas: 2,75% (marzo) y 3% (desde junio)
2008	2%	Aumento en julio hasta el 4,25%. Progresivos descensos en octubre (3,75%), noviembre (3,25%) y diciembre (2,5%)	Aumento en julio hasta el 5,25%. Progresivos descensos en octubre (4,75%), noviembre (3,75%) y diciembre (3%)	Aumento en julio hasta el 3,25%. Progresivos descensos en octubre (2,75%) y diciembre (2%)

Fuente: Elaboración propia con información del Boletín Mensual del BCE (varios años).

A comienzos de 1999, una serie de factores<sup>16</sup> contribuyeron a la existencia de riesgos a la baja para la estabilidad de precios con una inflación inferior al 1%, y de riesgos de desaceleración del crecimiento económico. Para hacer frente a

<sup>16</sup> Entre ellos una caída significativa de los precios del petróleo, la desregulación del sector servicios, la crisis asiática de finales de 1997 y la crisis rusa del verano de 1998.

esos riesgos, el BCE optó por rebajar los tipos de referencia situando el tipo de interés mínimo de las OPF, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito en un 2,5%, 4% y 1,5%, respectivamente.

Entre noviembre de 1999 y octubre de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar los tipos de interés en varias ocasiones; en conjunto, en estos meses aumentan en 225 puntos básicos para atajar las presiones inflacionistas observadas en un periodo de rápido crecimiento económico con elevada expansión monetaria y con un euro depreciándose frente al dólar en el mercado de divisas. Así, a finales de 2000, el tipo mínimo de las OPF del Eurosistema se situó en el 4,75%, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en un 5,75% y el tipo de interés de la facilidad marginal de depósito en el 3,75%.

Entre principios de 2001 y mediados de 2003, la disminución de las presiones inflacionistas debido al deterioro de las expectativas de crecimiento económico tras los atentados terroristas de Estados Unidos de 2001, llevaron al Consejo de Gobierno del BCE a reducir los tipos oficiales en 275 puntos básicos, hasta situar el tipo mínimo de las OPF, el de la facilidad marginal de crédito y de depósito en el 2%, 3,5% y 1%, respectivamente. La elevada incertidumbre tras los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 provocó que muchos inversores desplazaran sus inversiones hacia activos más líquidos y seguros.

Entre mediados de 2003 y finales de 2005, el Banco Central Europeo decidió mantener sin cambios los tipos de interés oficiales puesto que las presiones inflacionistas estuvieron contenidas a pesar de la subida de precios de las materias primas y de la energía y de un aumento de los impuestos indirectos. La actividad económica de la zona euro se va recuperando gradualmente gracias a la mejora de las exportaciones en un entorno de mayor dinamismo de la actividad económica mundial, de menores niveles de incertidumbre y de aversión al riesgo y favorables condiciones de financiación.

Entre diciembre de 2005 y julio de 2008, el Banco Central Europeo elevó los tipos de interés oficiales un total de 225 puntos básicos hasta situar el tipo mínimo de las OPF en un 4,25%, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 5,25% y el de la facilidad marginal de depósito en el 3,25%. Además, se produjo

una modificación en el periodo de mantenimiento de las reservas mínimas que comenzará el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF).

Estos ajustes fueron necesarios para mantener la estabilidad de precios en un contexto de rápida expansión de la oferta de dinero y crédito, de crecimiento económico generalizado en los países pertenecientes a la zona euro y de incremento de los precios del petróleo y las materias primas. Estos riesgos para la estabilidad de precios y ciertas tensiones en los mercados financieros aumentaron con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

#### 4.2. Política monetaria desde 2008 hasta el comienzo de la pandemia

Tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008, las perturbaciones financieras se convirtieron en una crisis económica y financiera global que se propagó al sector real, provocando un deterioro de la situación económica de los países y del comercio mundial.

Para responder a la crisis financiera, además de las medidas convencionales de reducción de los tipos de interés oficiales, el Consejo de Gobierno del BCE decidió adoptar medidas no convencionales para asegurar la estabilidad de precios. Estas medidas son decisiones extraordinarias de carácter transitorio que se adoptan en circunstancias excepcionales y son independientes de los instrumentos de tipos de interés convencionales.

Las principales medidas convencionales de política monetaria que llevó a cabo el Banco Central Europeo para combatir la crisis se recogen en el cuadro 4.2 mientras que las medidas no convencionales las comentaremos seguidamente con la información proporcionada por el BCE en su Boletín Mensual, en su Boletín Económico y en su Informe Anual.

El Banco Central Europeo, como puede apreciarse en dicho cuadro, fue reduciendo sus tipos de interés oficiales hasta situarlos en niveles históricamente bajos y redujo también la cuantía del coeficiente de reservas mínimas obligatorias del 2% al 1% desde 2012. Sin embargo, el impacto de la crisis fue tan importante que el BCE tuvo que articular medidas extraordinarias no solo para conseguir su objetivo de estabilidad de precios sino también para estabilizar



la situación financiera, proporcionando liquidez a las instituciones financieras, y para minimizar el impacto sobre la economía real, apoyando el crédito al sector privado no financiero.

Cuadro 4.2. Medidas de política monetaria desde 2009 hasta 2019

	Coefficiente de reservas mínimas	Tipo mínimo en las pujas de las OPF	Tipo de interés facilidad marginal de crédito	Tipo de interés facilidad marginal de depósito
2008	2%	Aumento en julio hasta el 4,25%. Progresivos descensos en octubre (3,75%), noviembre (3,25%) y diciembre (2,5%)	Aumento en julio hasta el 5,25%. Progresivos descensos en octubre (4,75%), noviembre (3,75%) y diciembre (3%)	Aumento en julio hasta el 3,25%. Progresivos descensos en octubre (2,75%) y diciembre (2%)
2009	2%	Descensos progresivos: 2% (enero), 1,5% (marzo), 1,25% (abril) y 1% (mayo)	Descensos progresivos: 2,5% (marzo), 2,25% (abril) y 1,75% (mayo)	Descensos progresivos: 1% (enero), 0,5% (marzo), 0,25% (abril) y 0,25% (mayo)
2010	2%	Se mantiene todo el año en el 1%	Se mantiene todo el año en el 1,75%	Se mantiene todo el año en el 0,25%
2011	2%	Dos aumentos en abril (1,25%) y julio (1,5%). Vuelve a descender en noviembre (1,25%) y diciembre (1%)	Dos aumentos en abril (2%) y julio (2,25%). Vuelve a descender en noviembre (2%) y en diciembre (1,75%)	Dos aumentos en abril (0,5%) y julio (0,75%). Vuelve a descender en noviembre (0,5%) y en diciembre (0,25%)
2012	Reducción en enero hasta el 1%	En julio se reduce (0,75%) y se mantiene hasta final de año	En julio se reduce (1,5%) y se mantiene hasta final de año	En julio se reduce (0%) y se mantiene hasta final de año
2013	1%	Dos descensos en un año: 0,5% (mayo) y 0,25% (noviembre)	Dos descensos en un año: 1% (mayo) y 0,75% (noviembre)	Se mantiene todo el año en el 0%
2014	1%	Dos descensos en un año: 0,15% (junio) y 0,05% (septiembre)	Dos descensos en un año: 0,40% (junio) y 0,3% (septiembre)	El BCE introduce tipos de interés negativos -0,1% (junio), -0,2% (septiembre)
2015	1%	Se mantiene todo el año en el 0,05%	Se mantiene todo el año en el 0,3%	En diciembre se reduce hasta el -0,3%
2016	1%	Descenso hasta el 0% en marzo y se mantiene hasta final de año	Descenso hasta el 0,25% en marzo y se mantiene hasta final de año	Descenso hasta el -0,4% en marzo y se mantiene hasta final de año
2017	1%	Se mantiene todo el año en el 0%	Se mantiene todo el año en el 0,25%	Se mantiene todo el año en el -0,4%
2018	1%	Se mantiene todo el año en el 0%	Se mantiene todo el año en el 0,25%	Se mantiene todo el año en el -0,4%
2019	1%	Se mantiene todo el año en el 0%	Se mantiene todo el año en el 0,25%	Se reduce hasta el -0,5% en septiembre.

Fuente: Elaboración propia con información del Boletín Mensual y Económico del BCE.

Las medidas no convencionales desde 2008 hasta 2013 fueron las siguientes:

- Introducción de las subastas a tipo fijo con adjudicación plena (la conocida como *barra libre* puesto que permite acceso ilimitado a la financiación del BCE) inicialmente en las operaciones principales de financiación y más tarde en las operaciones de financiación a más largo plazo, con una rebaja progresiva de esos tipos de interés como ya indicamos.

- Aumento del volumen de liquidez facilitado a través de las operaciones de financiación a más largo plazo sin objetivo específico y con vencimientos más amplios (3, 6 y 12 meses). Son conocidas como *litronas* por su acrónimo en inglés LTRO (Long-term Refinancing Operation).
- Programas de compras de bonos garantizados (covered bonds) para reactivar el mercado de estos activos al ser una fuente de financiación importante para las entidades de crédito.
- Aumento de los activos de garantía con el objetivo de permitir a las entidades de crédito la obtención de liquidez del BCE.
- Suministro de liquidez en divisas, básicamente en dólares, mediante acuerdos recíprocos con la Reserva Federal de U.S.A. para proporcionar financiación en dólares a las instituciones financieras de la zona euro a cambio de activos de garantía admitidos como base en las operaciones de política monetaria del Eurosistema.
- Programa para los mercados de valores que supondrá la compra de deuda pública y privada los mercados secundarios. Su objetivo es rebajar las tensiones observadas sobre todo en los mercados de deuda soberana. No obstante, hay que matizar que estas adquisiciones se neutralizan con operaciones de absorción de liquidez convencionales.

Todas estas medidas no convencionales de rebaja de tipos de interés y de inyección de liquidez resultaron claramente insuficientes puesto que las tensiones persistían en los mercados<sup>17</sup>. Ante esta situación y en un contexto de estancamiento de la zona euro y con riesgo de deflación, el BCE desde 2014 preparó un nuevo paquete de medidas con el objetivo de mantener unas condiciones de financiación favorables centradas en los siguientes elementos:

- Reducción de los tipos de interés de las subastas a tipo fijo con adjudicación plena tanto en las operaciones principales de financiación como en las operaciones de financiación a más largo plazo hasta situarlos

---

<sup>17</sup> Las entidades de crédito habían utilizado esos fondos para sanearse, comprar deuda pública, depositar más dinero en el Banco Central Europeo o cumplir con las mayores exigencias de capital impuestas por la nueva normativa de Basilea III.

desde marzo de 2016 en el 0,00% (nivel que se ha mantiene hasta la actualidad).

- Aplicar, para penalizar el dinero ocioso, una tasa de interés negativa a las facilidades de depósito, primero del -0,10%, después del -0,20% y así sucesivamente hasta llegar al -0,5% en 2019 (nivel que se ha mantiene hasta la actualidad). El objetivo es desincentivar el depósito de dinero de las entidades de crédito en el banco central para que lo destinen a otorgar crédito a empresas y familias. Por eso, también empezó a aplicar la misma tasa negativa a los excesos de reservas que los bancos mantienen en el BCE por encima de los mínimos exigidos.
- Nuevas inyecciones extraordinarias de liquidez a través de diversos programas de operaciones de financiación a más largo plazo *con objetivo específico* (TLTRO) <sup>18</sup>, para mejorar el crédito al sector privado no financiero, excluyendo préstamos a hogares para la adquisición de viviendas. A diferencia de las operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO) que no tenían objetivo específico, con las TLTRO si las entidades no utilizan ese dinero para conceder créditos a empresas y familias tendrían que devolverlo.
- Extensión del programa general de adquisición de activos (APP) con cuatro modalidades que se van introduciendo gradualmente. Las dos primeras suponen la compra de deuda privada bancaria y se concretan desde 2014 en el Programa de compras de bonos garantizados y en el Programa de compras de titulizaciones. Las dos últimas modalidades que se introducen en 2015 y 2016 suponen la compra de deuda pública (Programa de compra de deuda pública) y la compra de deuda privada no

---

<sup>18</sup> El primer programa TLTRO fue anunciado por el BCE en junio de 2014. La autoridad monetaria europea se comprometía a abrir, a lo largo de dos años (y comenzando en septiembre 2014), ocho inyecciones de liquidez con periodicidad trimestral a tipos de interés muy reducidos (0,25% inicial que, en 2015, fue rebajado al 0,05%, y en 2016 al 0%). Adicionalmente, en marzo de 2016 el BCE anunció el lanzamiento de un nuevo programa de préstamos condicionados a largo plazo, conocido como TLTRO-II, comprometiéndose a abrir cuatro ventanas de liquidez entre junio de 2016 y marzo 2017, también con periodicidad trimestral. El interés al que se ha concedido dicha liquidez ha sido el equivalente al tipo de referencia del BCE (0%). En marzo de 2019 el BCE anuncia una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III) que se llevó a cabo entre septiembre de 2019 y marzo de 2021, todas con vencimiento a dos años y al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (0%).

bancaria (Programa de compras de bonos corporativos). Con estos programas, el BCE se acerca al modelo de expansión monetaria seguido en USA, Reino Unido y Japón denominado QE (relajación cuantitativa o inundación monetaria) que consiste en compras masivas no sólo de deuda privada sino también de deuda pública<sup>19</sup>.

- La debilidad económica que muestra la zona euro y el temor a una nueva recesión provocan que el BCE lance nuevas medidas en septiembre de 2019. En primer lugar, el tipo de interés de la facilidad marginal de depósito se reduce del -0,4% al -0,5%<sup>20</sup>; en segundo lugar, se reanuda el programa de compras netas de activos (abandonado en diciembre de 2018) y, finalmente, se modifican las características de las operaciones trimestrales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO-III) y su plazo de vencimiento pasa de 2 a 3 años.

La respuesta más contundente, tardía para algunos analistas<sup>21</sup>, del Banco Central Europeo frente a la crisis de 2008 se produjo a partir de 2014 cuando los niveles de inflación de la zona euro se alejan del objetivo fijado. En 2020, la economía de la zona euro, aún con signos de debilidad, se vio golpeada por la pandemia de coronavirus (COVID-19) y el BCE ha tenido que modificar la orientación de la política monetaria para responder de forma firme y contundente ante esta nueva crisis, en este caso, sanitaria.

---

<sup>19</sup> Tras cierta mejora de las condiciones económica y financieras, el BCE decidió en diciembre de 2018 poner fin a este programa (APP) pero se comprometió a seguir reinvertiendo íntegramente los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que fuese necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables.

<sup>20</sup> Para aliviar a los bancos, que ya empiezan a notar en sus cuentas de resultados el impacto del entorno de tipos de interés bajos o negativos, se introducen dos tramos para la remuneración de las reservas; un tramo de ese exceso de liquidez estará exento de penalización y se remunera al 0% y al otro se le aplicará una tasa del -0,5%.

<sup>21</sup> La respuesta del BCE ante la crisis de 2008 y su comparación con la de la FED (Reserva Federal de Estados Unidos) ha sido analizada entre otros por Ayuso y Malo de Molina (2011) y Arce y del Río (2018).

### 4.3. Política monetaria desde el inicio de la crisis sanitaria mundial

La economía de la zona euro se vio duramente golpeada a comienzos de 2020 por la crisis sanitaria del COVID-19 y como consecuencia, el BCE tuvo que relajar su orientación de la política monetaria.

Como señaló Cristina Lagarde el 19 de marzo de 2020, “la pandemia de coronavirus es una emergencia mundial de salud pública sin precedentes, y las políticas públicas no pueden evitar el descenso de la actividad económica de la zona euro, pero si pueden asegurar que este descenso no sea más duradero y profundo de lo necesario” <sup>22</sup>.

Por ello, el BCE ha mantenido sus tipos de interés oficiales (ver cuadro 4.3) al tiempo que ha implementado medidas no convencionales para combatir esta crisis.

Cuadro 4.3. Medidas de política monetaria desde 2020

	Coeficiente de reservas mínimas	Tipo mínimo en las pujas de las OPF	Tipo de interés facilidad marginal de crédito	Tipo de interés facilidad marginal de depósito
2020	1%	Se mantiene todo el año en el 0%	Se mantiene todo el año en el 0,25%	Se mantiene todo el año en el -0,5%
2021	1%	Se mantiene en el 0%	Se mantiene en el 0,25%	Se mantiene en el -0,5%

Fuente: Elaboración propia con información del Boletín Económico del BCE.

Estas decisiones no convencionales de política monetaria<sup>23</sup> pretenden garantizar la liquidez y las condiciones de financiación de hogares, empresas y entidades de crédito y han sido, cronológicamente, las siguientes:

- 12-marzo-2020. Se anuncian nuevas operaciones de financiación a más largo plazo sin objetivo específico (LTRO) adicionales hasta junio de 2020 a tipo de interés fijo (igual que el aplicado en la facilidad de depósito, es decir, a tipos negativos) y con adjudicación plena para proporcionar un apoyo de liquidez inmediato al sistema financiero de la zona euro. Se decide aplicar condiciones más favorables a todas las TLTRO (con

<sup>22</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.es.html>

<sup>23</sup> Disponibles en: [https://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/Notas\\_y\\_decision/Decisiones\\_de\\_po/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/Notas_y_decision/Decisiones_de_po/)

objetivo específico) vigentes en el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 para respaldar el crédito bancario a los más afectados por el coronavirus, en particular, las pequeñas y medianas empresas. El tipo de interés aplicable será 25 puntos básicos inferior al tipo medio aplicado a las operaciones principales durante su período de vigencia, lo que supone un tipo del -0,25%. Comienzan a efectuarse de forma temporal compras netas de activos adicionales que junto al programa de compras de activos (APP) vigente, permitirá respaldar unas condiciones de financiación favorables para la economía real en un momento de alta y creciente incertidumbre.

- 18-marzo-2020. Se pone en marcha de un nuevo programa temporal de compra de valores con el fin de contrarrestar los graves riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria y para las perspectivas de la zona del euro derivado del coronavirus. Este nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) tendrá una dotación inicial de 750 mil millones de euros. Estas compras se realizarán hasta final de 2020 y abarcarán todos los tipos de activos previstos en el programa de compra de activos (APP) a los que se añadirá el papel comercial con suficiente calidad crediticia.
- 30-abril-2020. Relajación adicional de las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO III) previstas entre junio de 2020 y junio de 2021 que se realizarán a un tipo de interés 50 puntos básicos por debajo del tipo de interés medio aplicado a las operaciones principales de financiación, lo que supone en las condiciones actuales un tipo de interés del -0,5%. Nueva serie de operaciones de financiación a más largo plazo sin objetivo específico de emergencia frente a la pandemia (PELTRO) para apoyar las condiciones de liquidez en el sistema financiero de la zona euro y contribuir a preservar el buen funcionamiento de los mercados monetarios ofreciendo un apoyo de liquidez inmediato. Se llevarán a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena a un tipo de interés medio 25 puntos básicos inferior al tipo medio aplicado en las operaciones principales de financiación y en las condiciones actuales supone un tipo del -0,25%. El

objetivo de todas estas medidas es reforzar el apoyo crediticio a familias y a empresas ante el aumento de la incertidumbre y de las perturbaciones económicas derivadas de la pandemia.

- 4-junio-2020. Como respuesta a la revisión a la baja de la inflación de la zona euro durante el horizonte de proyección relacionado con la crisis sanitaria se decide incrementar la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) hasta los 1.350 mil millones de euros. En la misma línea, se amplía el horizonte para las compras netas en el marco de este programa hasta junio de 2021 (inicialmente sólo estaban previstas hasta finales de 2020) y se decide reinvertir todos aquellos valores adquiridos mediante el programa PEPP que vayan venciendo, al menos hasta finales de 2022.
- 17-septiembre-2020. Como consecuencia de la pandemia de coronavirus, el Consejo de Gobierno del BCE afirmó que existen circunstancias excepcionales para que las entidades de crédito de la zona euro puedan excluir de su ratio de apalancamiento determinadas exposiciones frente a los bancos centrales, como los billetes, monedas y depósitos en el banco central. Las entidades podrán beneficiarse de esta medida hasta el 27 de junio de 2021.
- 10-diciembre-2020. El Consejo de Gobierno mantiene los tipos de interés oficiales sin variación hasta que se observe convergencia con el objetivo de inflación hasta un nivel próximo pero inferior al 2%. En este contexto, se incrementa la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en 500 mil millones de euros, hasta un total de 1.850 miles de millones y se amplía el horizonte de las compras netas de este programa al menos hasta final de marzo de 2022. También se amplía hasta 12 meses el periodo durante el cual se aplicarán condiciones favorables para las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO III). Además, se decide reinvertir los valores adquiridos mediante el programa PEPP que vayan venciendo, al menos hasta finales de 2023. En la misma línea, el Consejo de Gobierno decidió ofrecer otras cuatro operaciones de financiación a plazo más largo de

emergencia frente a la pandemia (PELTRO) en 2021, y continúan realizándose subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

- Desde enero hasta junio de 2021, el BCE no ha adoptado medidas nuevas para hacer frente a la crisis provocada por la pandemia y se continúa con las inyecciones de liquidez y compras de activos anunciadas.

La respuesta del BCE ante la crisis sanitaria no se hizo esperar y desde su inicio ha declarado que hará todo lo que sea oportuno de acuerdo con su mandato para minimizar el impacto de la pandemia sobre la economía y sus agentes, tanto hogares, empresas, entidades de crédito y gobiernos. Así, en todas las notas de prensa ofrecidas se insiste en que todas estas medidas se mantendrán durante todo el tiempo que sea necesario para garantizar la liquidez del sector bancario y el acceso al crédito a todos los sectores de la economía en condiciones aceptables.

## **5. EFECTOS DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO**

En este apartado analizaremos los efectos que han tenido las medidas de política monetaria tanto en España como en la media de los países de la zona euro. Estudiaremos en primer lugar su eficacia en el logro de su objetivo último que es la estabilidad de precios; en segundo lugar, sus efectos sobre los créditos otorgados a las familias y empresas y, finalmente, su incidencia sobre el crecimiento económico.

### **5.1. Efectos sobre la estabilidad de precios**

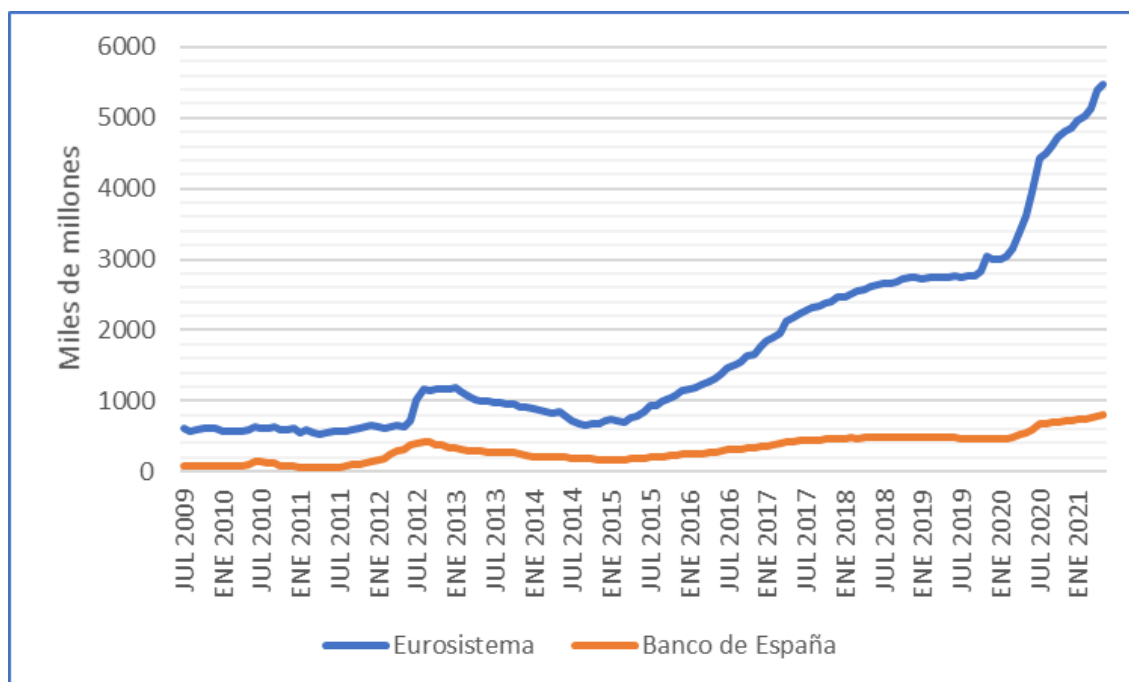
Para aminorar los efectos de las crisis sobre la economía y lograr su objetivo de estabilidad de precios, el BCE ha llevado a cabo operaciones de inyección de liquidez que han supuesto una reducción de los tipos de interés oficiales.

El balance del Eurosistema y del Banco de España asociado a las operaciones de política monetaria recogido en el gráfico 5.1 nos da una idea de las



importantes inyecciones de liquidez llevadas a cabo por el BCE tanto con sus medidas convencionales como no convencionales<sup>24</sup>.

Gráfico 5.1. Balance de las operaciones de política monetaria del Eurosistema y del Banco de España (2009-2021)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

La política monetaria expansiva se acentúa en los momentos más duros de las dos crisis, si bien se aprecia una reacción más rápida e intensa en la de 2020 que en la de 2008.

Esa política monetaria expansiva se ha traducido en un descenso continuado de los tipos de interés oficiales desde 2011, en concreto, el de las operaciones principales de financiación hasta situarse desde 2016 en el 0% (ver gráfico 5.2).

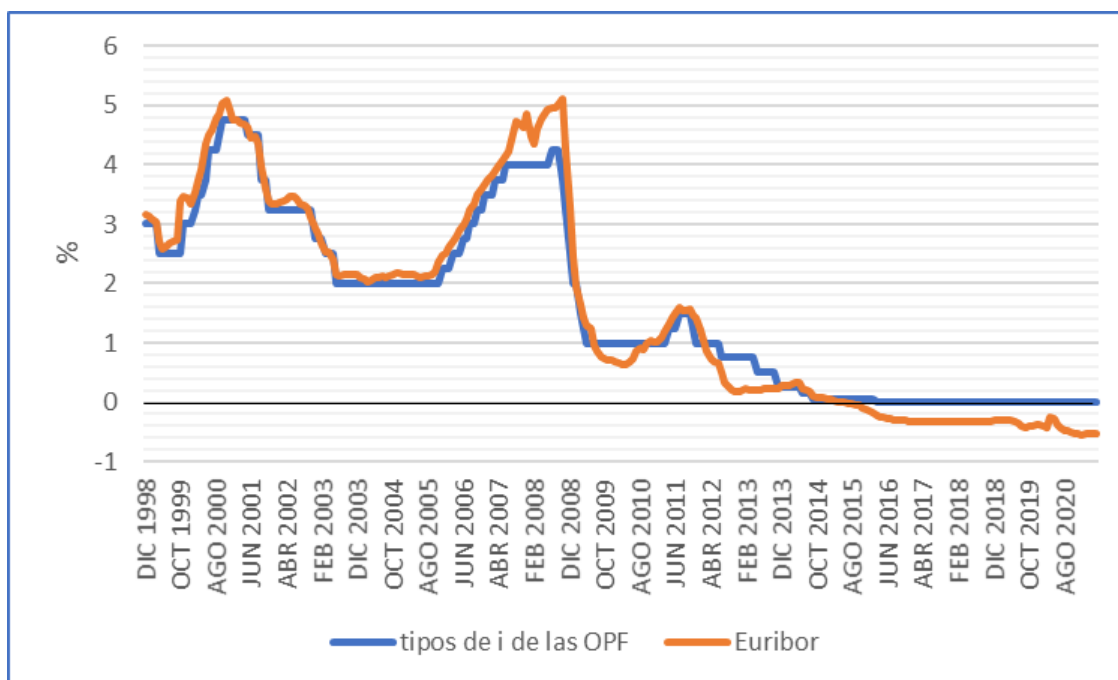
El mecanismo de transmisión de la política monetaria comienza con la traslación de esa disminución de los tipos oficiales a los tipos de interés del mercado interbancario; así, el euríbor, recogido también en el gráfico 5.2, sigue una

<sup>24</sup> Según se indica en la memoria explicativa de las Cuentas Anuales del Banco de España, este balance registra el valor de los préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona euro en relación con operaciones de política monetaria (operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a más largo plazo, operaciones de ajuste y estructurales, programas de compras de activos y facilidades permanentes):

<https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/informes-y-memorias-anuales/cuentas-anuales/>

tendencia similar llegando a tomar valores negativos desde el año 2012 hasta nuestros días<sup>25</sup>.

Gráfico 5.2. Tipo de interés de las OPF y Euríbor a 1 año (1998-2021)



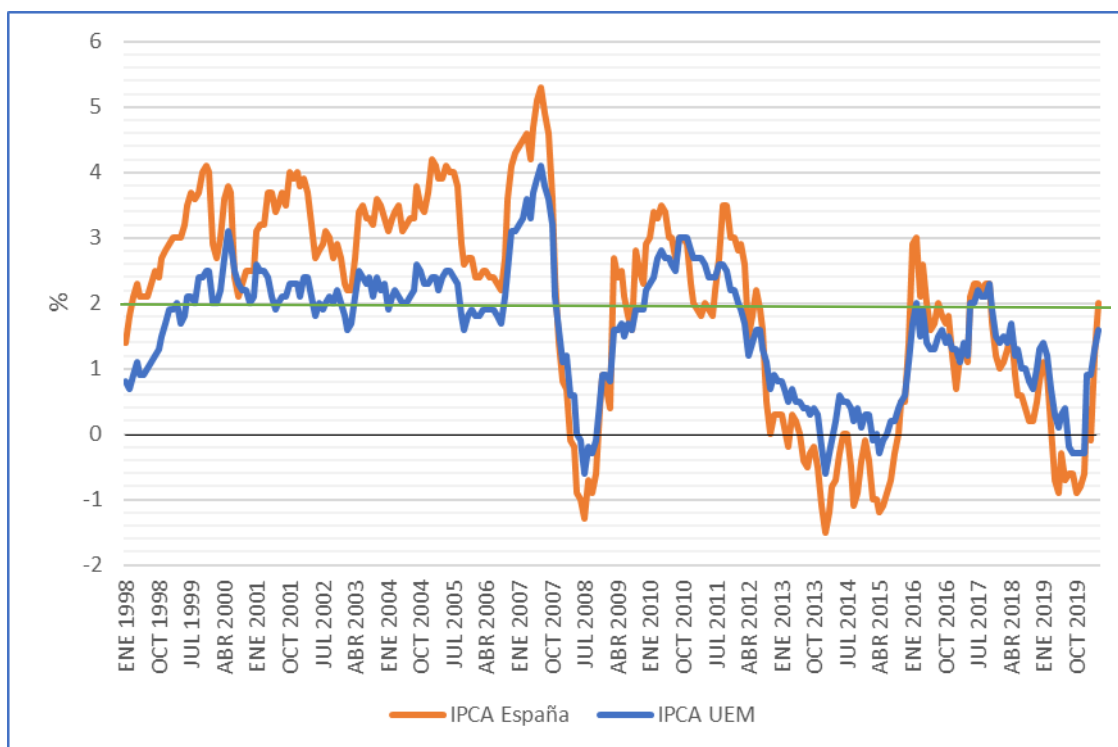
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

En última instancia, la cadena de transmisión de la política monetaria a través de los tipos de interés tiene como objetivo la estabilidad de precios, manteniendo la inflación (medida a través del IPCA) en el entorno del 2%. Este objetivo, como se aprecia en el gráfico 5.3, se ha logrado solo parcialmente.

El IPCA en España ha seguido la misma senda que en la Unión Económica y Monetaria, pero con oscilaciones más acusadas, lo que muestra el carácter diferencial de las crisis en nuestro país debido a las particularidades de nuestro modelo productivo, excesivamente vinculado a actividades muy dependientes del ciclo económico, como es el sector turístico.

<sup>25</sup> La representatividad y la fiabilidad del euríbor se ha puesto en entredicho por varias causas. En primer lugar, porque la información utilizada para su cálculo no se basa en transacciones reales debido a que las operaciones realizadas en el interbancario casi han desaparecido puesto que las entidades de crédito pueden obtener todos los fondos que deseen a coste cero del BCE. En segundo lugar, porque el número de bancos que aporta datos se ha visto también reducido. Finalmente, porque ha sido objeto de manipulación por parte de algunas entidades. Para subsanar estas debilidades y cumplir con el Reglamento 2016/1011 de la Unión Europea, más conocido como Benchmark Regulation (BMR) el método de cálculo del euríbor se ha reformado dando lugar a lo que actualmente se conoce como *euríbor híbrido*, operativo desde el 1 de enero de 2020 (más información en Banco Central Europeo, 2019).

Gráfico 5.3. Índice de Precios al Consumo Armonizado: España y UEM (1998-2021)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

No cabe duda que sin la intervención del Banco Central Europeo, las desviaciones hubiesen sido mucho más importantes; sin embargo, durante las crisis y en entornos de deflación se pone de manifiesto que la eficacia de la política monetaria es limitada y debe acompañarse de otro tipo de políticas económicas, fiscales y estructurales.

## 5.2. Efectos sobre los préstamos a las empresas y a los hogares

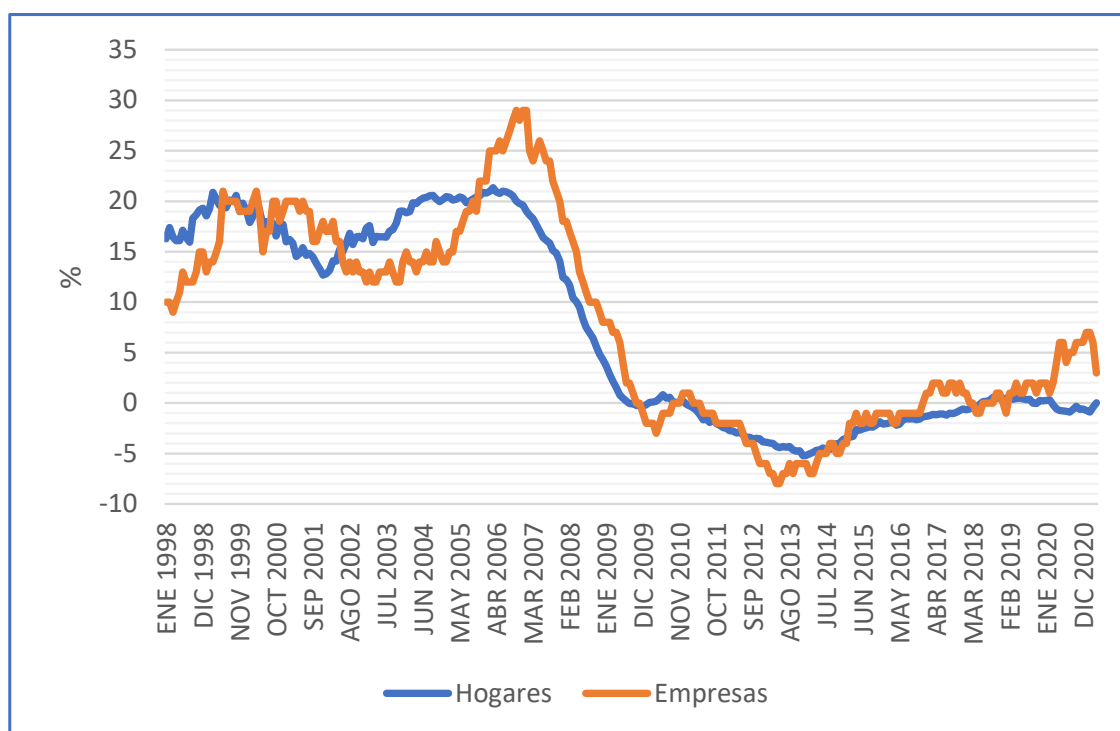
Las decisiones de política monetaria adoptadas por el Banco Central Europeo durante las crisis también pretenden mejorar las condiciones de acceso al crédito de hogares<sup>26</sup> y empresas para reactivar la economía. A continuación, analizaremos si las inyecciones de liquidez se han materializado en un mayor volumen de créditos concedidos al sector real de la economía española y si el coste de acceder a esos fondos se ha abaratado.

En relación a la financiación recibida por hogares y empresas, recogido en el gráfico 5.4, el volumen de créditos concedidos a estos sectores creció a tasas

<sup>26</sup> Téngase en cuenta que los datos aportados por el Banco de España para el sector hogares incorporan también al sector ISFLSH (instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares).

anuales superiores al 10% hasta la crisis de 2008 como consecuencia del incremento del endeudamiento asociado a la burbuja inmobiliaria. El estallido de la crisis económica disminuyó bruscamente el ritmo de concesión de créditos a familias y sociedades no financieras y hay que esperar a 2014 para apreciar un lento pero progresivo cambio de tendencia, más acusado en las empresas que en los hogares. No obstante, y pesar del cambio de tendencia, hasta enero de 2017 para empresas, y hasta junio de 2018 en el caso de los hogares, no se observan tasas de variación positivas.

Gráfico 5.4. Tasa de variación del volumen de créditos a hogares y empresas (1998-2021)



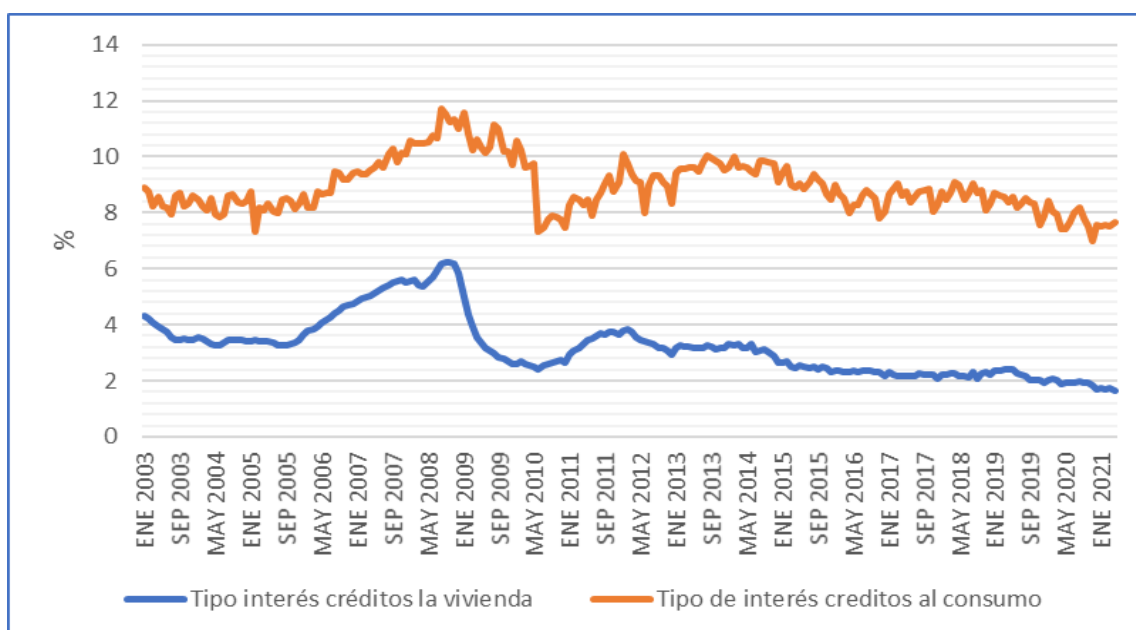
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

Las medidas de política monetaria más contundentes implementadas por el BCE desde 2014 parecen haber contribuido a que el crédito vuelva a fluir hacia el sector real de la economía; sin embargo, queda patente que por sí solas no son suficientes puesto que es necesario que los demandantes de fondos sean solventes.

En relación al coste del endeudamiento para los hogares (ver gráfico 5.5), el mecanismo de transmisión de la política monetaria ha funcionado y los tipos de interés han ido descendiendo progresivamente desde 2008 hasta la actualidad y

en mayor medida los hipotecarios que los de consumo; permitiendo sentar ciertas bases para la reactivación.

Gráfico 5.5. Tipos de interés de los créditos a hogares, vivienda y consumo (2003-21)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

Por su parte, los tipos de interés de los préstamos a empresas también han descendido (ver gráfico 5.6) y su comportamiento es mucho más parecido al de los tipos de interés de los créditos a la vivienda que al de los créditos al consumo de los hogares.

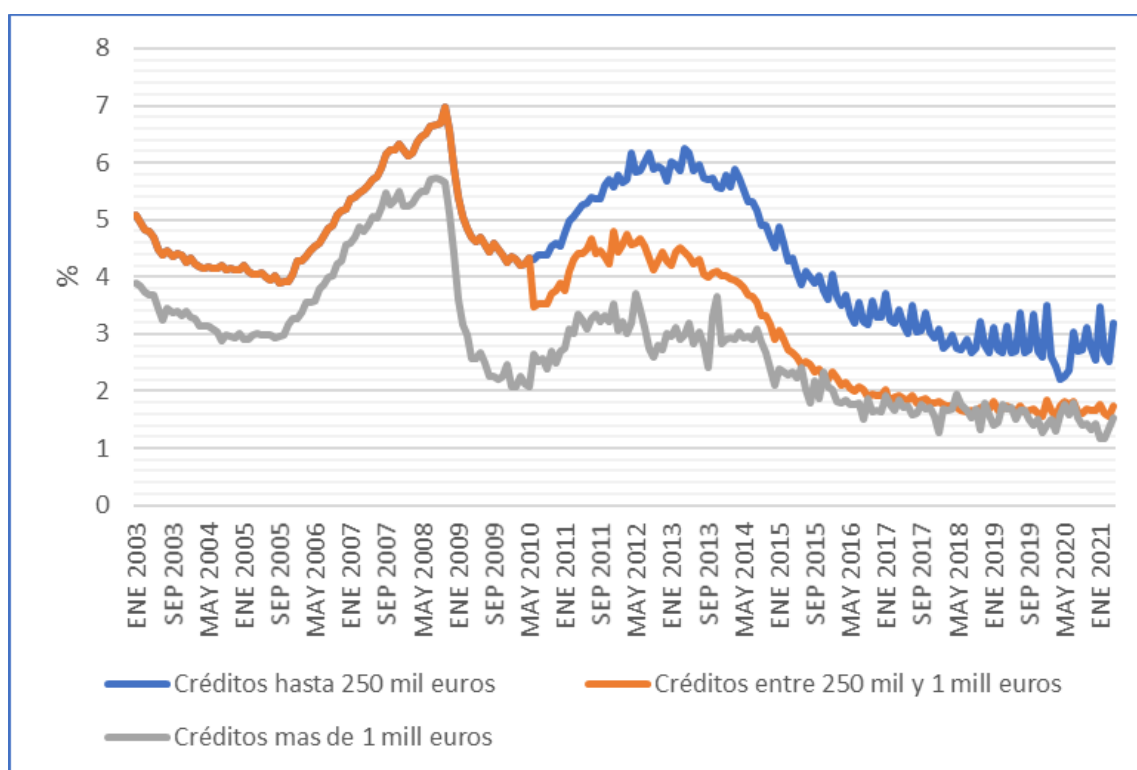
Gráfico 5.6. Tipos de interés de los créditos a empresas (2003-21)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

Si además diferenciamos los tipos de interés de los créditos concedidos a empresas por su cuantía (ver gráfico 5.7), apreciamos que los tipos que más se han reducido han sido los que se aplican a las pequeñas y medianas empresas (hasta 250 mil euros), seguidos de los créditos que oscilan entre 250 mil y 1 millón de euros. Los tipos de interés que se aplican a los créditos concedidos a las grandes empresas, superiores a 1 millón de euros, son los que han experimentado descensos más suaves pues eran de partida los que se concedían en mejores condiciones, llegando a coincidir en los últimos años con el tipo de interés de los créditos entre 250 mil y 1 millón de euros.

Gráfico 5.7. Tipo de interés de los créditos a empresas según el volumen (2003-21)<sup>27</sup>



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

Al igual que señalábamos en el caso del sector los hogares, una disminución de los tipos de interés incentiva el endeudamiento para las empresas puesto que abarata su coste; esos créditos suelen destinarse en muchos casos a inversiones

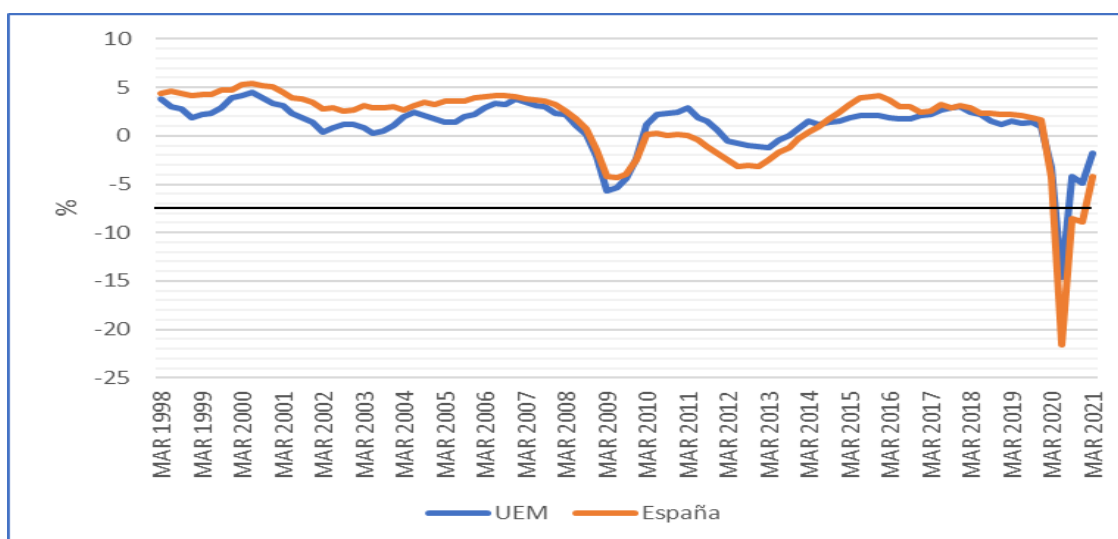
<sup>27</sup> Hasta el año 2009, los datos del Banco de España solo proporcionan información de los créditos concedidos a empresas por un valor superior o inferior al millón de euros; con posterioridad a esa fecha ya se distinguen las tres categorías indicadas de créditos según su volumen.

generadoras de empleo que, en última instancia, mejorarán las condiciones económicas.

### 5.3. Efectos sobre las condiciones económicas

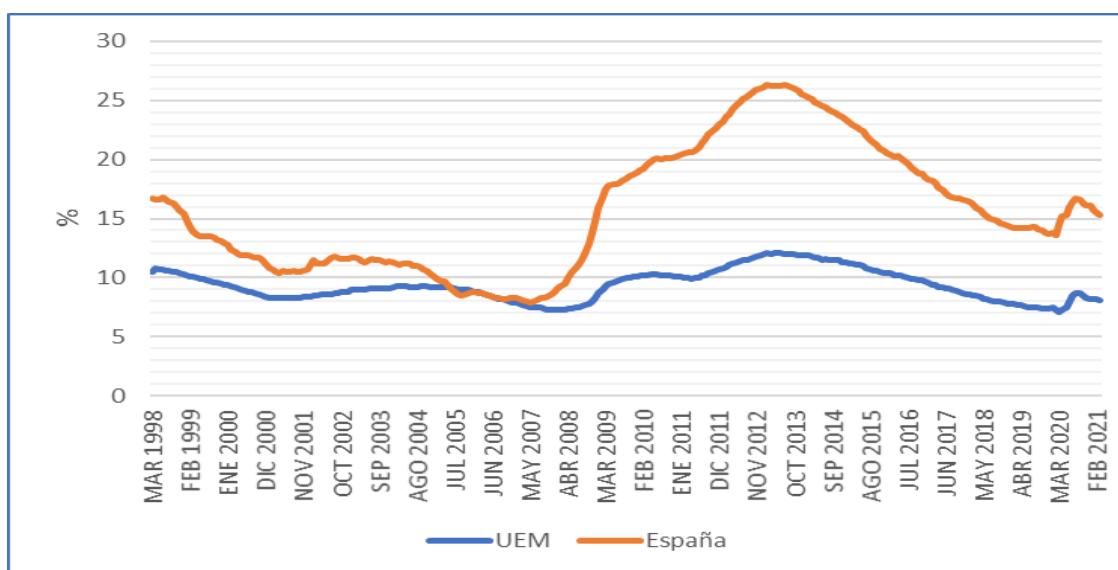
Las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE también tienen consecuencias sobre la producción, el empleo, la inversión, las exportaciones e importaciones, etc. Nosotros únicamente nos centraremos, a modo de primera aproximación, en el impacto sobre el PIB y la tasa de paro, tanto en el conjunto de la UEM como en España (gráficos 5.8 y 5.9).

Gráfico 5.8. Tasa de crecimiento real del PIB: España y UEM (1998-2021)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

Gráfico 5.9. Tasa de paro: España y UEM (1998-2021)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

La economía española tiene un comportamiento más polarizado que la media de la Unión Económica y Monetaria: en la fase expansiva del ciclo crece a mayor ritmo, pero en contextos recesivos el decrecimiento es más acusado; todo ello refleja las características y debilidades de nuestro modelo productivo, excesivamente dependiente de actividades económicas muy vinculadas al ciclo económico. En consonancia, las tasas de paro son mucho más elevadas y sus tasas de variación más amplias.

Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE han podido contribuir a suavizar los efectos de la crisis, pero se vuelve a poner de manifiesto que la política monetaria no es la panacea, llega hasta dónde llega, y solo es un pilar más de la política económica.

## **6. CONCLUSIONES**

Las medidas de política monetaria adoptadas por el Banco Central Europeo son muy importantes para las decisiones de inversión y financiación de los agentes que participan en la economía y contribuyen a paliar los efectos indeseados en momentos de recesión. Además, a través de la política monetaria el BCE trata de mantener la inflación cercana al 2% pero por debajo, y el régimen de gobernanza común existente fomenta la integración y la cooperación entre los estados miembros de la Unión Económica y Monetaria, ya que las decisiones que se adoptan afectan a todos los países de la zona euro.

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, desde su creación ha utilizado medidas de política monetaria convencionales para controlar la inflación y lograr su objetivo de estabilidad de precios, pero tras la crisis financiera de 2008 estas medidas no fueron suficientes para estabilizar la economía.

Hasta la crisis de Lehman Brothers el BCE había empleado medidas de política monetaria convencionales, como son el mantenimiento de reservas mínimas, operaciones de mercado abierto y facilidades marginales de crédito y depósito. A partir de la crisis financiera mundial, estas medidas convencionales dejaron de ser efectivas y se vieron complementadas por medidas de política monetaria no convencionales, como la compra de activos para facilitar la financiación a las empresas y hogares en los momentos de mayor inestabilidad económica. Las medidas no convencionales han tenido un papel fundamental durante las dos



crisis en las decisiones de política monetaria del BCE, haciendo uso de millones de euros en los programas que ha lanzado para su compromiso con la recuperación económica y el crecimiento de la eurozona.

Aunque las decisiones del BCE han tenido impactos positivos en la economía tras la crisis de 2008, esas medidas no convencionales se adoptaron más tarde que en otros países como Estados Unidos o Reino Unido. En cambio, en la crisis actual del coronavirus, estas medidas se han implementado más rápidamente, por lo que sus efectos se han visto reflejados en la actividad económica de forma inmediata, intentando paliar los efectos de la pandemia. La rapidez de la actuación del BCE previsiblemente permitirá que la crisis no sea tan persistente como la crisis de 2008, y que la economía se recupere lo más rápido posible para que familias y empresas no se vean tan afectadas por la misma.

No obstante, no debemos olvidar que por un lado, es necesaria una revisión continua de la estrategia de política monetaria para adaptarla a los nuevos escenarios económicos y que, por otro, la eficacia de la política monetaria por sí sola es limitada, y sus medidas deben acompañarse por otras políticas económicas, estructurales y fiscales, con las que se logren los efectos económicos que se pretenden.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- [1] Arce, O. y A. del Río (2018): “Las implicaciones macroeconómicas y sobre el sector bancario de la política monetaria del BCE”. *Papeles de Economía Española*, nº 55, pp. 10-18. Funcas. Disponible en: [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_PEE/155art03.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_PEE/155art03.pdf) [consulta 14/05/2021]
- [2] Ayuso, J. y J.L. Malo de Molina (2011): “El papel de los bancos centrales durante la crisis financiera: lecciones para el futuro. *Papeles de la Fundación*, nº 42, pp. 49-64. Fundación de Estudios Financieros. Disponible en: <https://www.ieaf.es/images/Publicaciones-FEF/42/3.pdf> [consulta 14/05/2021]
- [3] Banco Central Europeo (varios años): *Informe Anual*. Disponibles en: [https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_de/Informe\\_Anual\\_de/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_de/Informe_Anual_de/) [consultas hasta 03/05/2021]
- [4] Banco Central Europeo (varios años): *Boletín Mensual*. Disponible en: [https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_de/Boletin\\_Mensual/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_de/Boletin_Mensual/) [consultas hasta 03/05/2021]
- [5] Banco Central Europeo (varios años): *Boletín Económico*. Disponible en: [https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_de/boletin-economic/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_de/boletin-economic/) [consultas hasta 03/05/2021]
- [6] Banco Central Europeo (1998): *La política Monetaria Única en la tercera etapa. Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*.

- Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc98es.pdf> [consulta 20/03/2020]
- [7] Banco Central Europeo (2011): *La política Monetaria del BCE*. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf> [consulta 19/04/2021]
- [8] Banco Central Europeo (2016): “¿Qué son las reservas mínimas obligatorias?”, *El BCE explicado*, 11 de agosto. Disponible en: [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/minimum\\_reserve\\_req.es.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.es.html) [consulta 14/03/2021].
- [9] Banco Central Europeo (2019): “¿Qué son los tipos de referencia, por qué son importantes y por qué se están reformando?”. Disponible en: [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark\\_rates\\_qa.es.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.es.html) [consulta 19/06/2021]
- [10] Banco Central Europeo (2020a): “El BCE inicia una revisión de su estrategia de política monetaria”, *Nota de prensa*, 23 de enero. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123-3b8d9fc08d.es.html> [consulta 03/06/2021]
- [11] Banco Central Europeo (2020b): “El BCE prorroga la revisión de su estrategia de política monetaria hasta mediados de 2021”, *Nota de prensa*, 2 de abril. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200402-942a1358ee.es.html> [consulta 03/06/2021]
- [12] Banco Central Europeo (2021a): “Preguntas frecuentes sobre la revisión de la estrategia”, *Nota de prensa*, 8 de febrero. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/questions.es.html> [consulta 4/03/2021].
- [13] Banco Central Europeo (2021b): “Revisión de la Estrategia”, *Nota de Prensa*, 11 de febrero. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/index.es.html> [consulta 03/06/2021].
- [14] Banco Central Europeo (2021c): “El Consejo de Gobierno del BCE aprueba su nueva estrategia de política monetaria”, *Nota de Prensa*, 8 de julio. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708-dc78cc4b0d.es.html> [consulta 08/07/2021].
- [15] Banco de España (varios años): *Informe anual*. Disponible en: [https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_an/Informe\\_anual/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Informe_anual/) [consultas hasta 02/05/2021].
- [16] Banco de España (varios años): *Nota de prensa: decisiones de política monetaria*. Disponible en: [https://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/Notas\\_y\\_decision/Decisiones\\_de\\_po/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/Notas_y_decision/Decisiones_de_po/) [consultas hasta 12/06/2021]
- [17] Banco de España (2009): “Encuesta sobre préstamos bancarios en España”, *Boletín Económico*, febrero 2009. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/09/Feb/Fich/art4.pdf> [consulta 22/06/2021]
- [18] Gil Gil, L. (2015): “Análisis de los instrumentos de política monetaria en la UE”, *Trabajo de Fin de Grado*, Universidad de Valladolid, Soria. Disponible en: <https://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/15072/TFG-O%20658.pdf?sequence=1> [consulta 19/03/2021].
- [19] Gil León, J.M. (2015): “Posturas de política monetaria ante fluctuaciones de la economía: una revisión de la evolución teórica”, *Revista Finanzas y Política Económica*, vol. 7, nº 2, julio-diciembre, pp. 381-401.
- [20] Gil Prats, P. (2016): “El Banco Central Europeo combatiendo la inflación”, *Trabajo de Fin de Grado*, Universidad de Alicante. Disponible en: [https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/60767/1/El\\_Banco\\_Central\\_Europeo\\_combatiendo\\_la\\_inflacion\\_GIL\\_PRATS\\_PATRICIA.pdf](https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/60767/1/El_Banco_Central_Europeo_combatiendo_la_inflacion_GIL_PRATS_PATRICIA.pdf) [consulta 02/05/2021]
- [21] Hernández Morales, B. (2020): “El Banco Central Europeo y su Política Monetaria”, *Trabajo de Fin de Grado*, Universidad de La Laguna. Disponible en:

<https://riull.ull.es/xmlui/bitstream/handle/915/20622/EI%20Banco%20Central%20Europeo%20y%20su%20politica%20monetaria..pdf?sequence=1> [consulta 02/05/2021]

- [22] Instituto Nacional de Estadística (2017): *Índice de Precios de Consumo. Base 2016. Metodología*, Subdirección General de Estadísticas de Precios y Presupuesto Familiares, Madrid. Disponible en: [https://www.ine.es/metodologia/t25/t2530138\\_16.pdf#page=46](https://www.ine.es/metodologia/t25/t2530138_16.pdf#page=46) [consulta 23/02/2021].
- [23] Melcón, C. (1994): *Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación. Las experiencias de Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido y Suecia*, Documento de Trabajo nº 9426, Servicio de Estudios, Banco de España, Madrid.
- [24] Morron, A. y R. Murillo (2020): “BCE y Fed: dos mandatos, un objetivo”, *CaixaBank Research, Informe Mensual*, 12 de febrero. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/mercados-financieros/bce-y-fed-dos-mandatos-objetivo> [consulta 06/03/2021]
- [25] Salobral, N. (2020): “El BCE inicia la revisión de su estrategia y se abre a cambiar el objetivo de inflación”, *CincoDías, El País*, Madrid, 23 de enero. Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/01/23/mercados/1579782762\\_013274.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/01/23/mercados/1579782762_013274.html) [consulta 06/03/2021]