

GRADO EN COMERCIO

TRABAJO FIN DE GRADO

“Políticas monetarias y crisis económicas: Un análisis comparativo del BCE, la Reserva Federal y el Banco de Japón”

Delia Gómez Sanz

FACULTAD DE COMERCIO

VALLADOLID

UNIVERSIDAD DE VALLADOLID

GRADO EN COMERCIO

CURSO ACADÉMICO 2022-2023

TRABAJO FIN DE GRADO

“Políticas monetarias y crisis económicas: Un análisis comparativo del BCE, la Reserva Federal y el Banco de Japón”

Trabajo presentado por: Delia Gómez Sanz

Tutor: Maria Inés Sanz Díez

FACULTAD DE COMERCIO

Valladolid, 10 de julio de 2023



ÍNDICE

1.	Introducción	5
2.	Conocimientos macroeconómicos	7
2.1	Teorías económicas	12
2.1.1	Curva de Phillips.....	12
2.1.2	Keynesianismo	15
2.1.3	Monetarismo.....	17
2.2	Políticas económicas	20
2.2.1	Política fiscal.....	21
2.2.2	Política monetaria.....	25
3.	Banco Central Europeo.....	31
3.1	Historia de la Unión Europea y la creación de la Unión Monetaria.....	31
3.2	El Banco Central Europeo, el Eurosistema y SEBC.....	37
3.3	Objetivos de las políticas monetarias.....	40
3.4	Instrumentos de las políticas monetarias	41
3.4.1	Instrumentos convencionales	42
3.4.2	Instrumentos no convencionales.....	44
4.	Reserva Federal de Estados Unidos.....	45
4.1	Historia de la Reserva Federal.....	45
4.2	Objetivos de la Reserva Federal.....	46
4.3	Instrumentos de las políticas monetarias	47
4.3.1	Instrumentos convencionales	47

4.3.2	Instrumentos no convencionales.....	49
5.	Banco de Japón.....	51
5.1	Historia del Banco de Japón	51
5.2	Objetivos e instrumentos de política monetaria del Banco de Japón.....	53
5.2.1	Instrumentos convencionales	53
5.2.2	Instrumentos no convencionales.....	54
6.	Comparación de las actuaciones durante las crisis entre países	56
6.1	Crisis del 2008.....	56
6.2	Recesión económica causada por el COVID-19	62
7.	Conclusiones	65
8.	Bibliografía.....	67

1. Introducción

Vivimos en un entorno globalizado y en constante evolución, que requiere la actuación de las autoridades económicas para conseguir un bienestar social y una estabilidad económica. La economía tiene un carácter cíclico, le influyen variables endógenas como las exportaciones, el comercio internacional... Pero otras de carácter exógeno como pandemias, situación social y política de un país, guerras...

Para que las políticas económicas puedan favorecer el bienestar económico de una sociedad, disponen de dos herramientas fundamentales: la política fiscal, a través de los impuestos o el gasto de los gobiernos, y la política monetaria, la cual influye sobre la cantidad de dinero que hay en una economía (oferta monetaria) y la regulación del sistema financiero.

En este trabajo nos centramos en el papel de los bancos centrales en las políticas monetarias, indispensables en las economías actuales. Cuando se han producido épocas de crisis o inflación han logrado mejorar la situación a través del uso de políticas monetarias expansivas o restrictivas y a través de instrumentos convencionales o no convencionales. Pero, dentro de sus funciones también está el control de los mercados y la estabilidad de precios.

Por esta razón pretendemos analizar cómo se produce esta reacción o qué tipo de circunstancias influyen para que los bancos respondan con mayor o menor rapidez a un desequilibrio económico, como en el caso de crisis del 2008, donde contaban con parámetros que indicaban los posibles desajustes, en parte causados por la aplicación de políticas monetarias muy laxas que ayudaron a la situación de descontrol financiero.

De la misma forma, como actúan los bancos centrales ante situaciones exógenas a la economía como la recesión causada por la pandemia del COVID-19, al no contar con suficientes herramientas de análisis para anticiparse.

Para analizar las políticas monetarias de estos bancos centrales, comenzamos explicando las principales variables macroeconómicas que son fundamentales de entender para conocer las economías mundiales. Continuaremos explicando las principales teorías económicas en las que se basan las políticas económicas actuales y profundizaremos en qué es la política económica y las dos herramientas que tiene para ejecutarla: la política fiscal y la política monetaria.

Expondremos los tres bancos centrales, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco de Japón, explicando su creación, los objetivos que tiene y los instrumentos de política monetaria que utiliza tanto habitualmente como en situaciones de crisis.

Por la proximidad temporal, hemos explicado la Crisis del 2008 y la crisis causada por la Pandemia de Covid-19, comparando las diferentes actuaciones de estos países e instrumentos utilizados durante las crisis o recesiones. Finalizaremos este trabajo con las conclusiones extraídas del estudio de la política monetaria de los bancos centrales y su recuperación económica después de las crisis.

2. Conocimientos macroeconómicos

Para conocer el comportamiento de una economía o varias economías, la macroeconomía centra su atención en una serie de variables denominados Agregados económicos o macromagnitudes. Estas variables permiten a los gobiernos, estados y autoridades monetarias conocer y analizar la producción real, la renta, la tasa de desempleo o la estabilidad de precios para que se puedan tomar las decisiones acerca del crecimiento económico del país.

Uno de los indicadores más importantes para estudiar el crecimiento en la economía de un país es el PIB (Producto Interior Bruto) que representa el valor monetario de todos los bienes y servicios finales que se han producido en una economía durante un periodo de tiempo determinado, por lo general, un año. No obstante, Villacis (2001), hace referencia al PIB real, que representa el valor del PIB, pero ajustado a la inflación; esto significa que el PIB real es una medida del Producto Interior Bruto que se ajusta a las variaciones de los precios para reflejar el valor real de la producción económica. Este índice real se calcula utilizando los precios de un año base, en lugar de los precios actuales. Al hacerlo, el PIB real elimina los efectos de la inflación y nos permite comparar los niveles de producción económica a lo largo del tiempo. Por lo tanto, un aumento del PIB en términos reales, es decir, el aumento de la producción de bienes y servicios genera empleo, mayores ingresos y una mejor calidad de vida para los ciudadanos.

Fórmula del PIB = C (consumo)+ I (inversión)+ G (gasto público)+ X (exportaciones)-M (importaciones)

Para poder explicar la estabilidad de precios primero debemos conocer qué es la inflación. Se considera inflación cuando el nivel de precios agregado en una economía aumenta durante un periodo de tiempo. El nivel de precios agregado es un término económico que hace referencia al “nivel general de precios de los bienes y servicios finales en una economía” (Krugman, 2006). Es decir, cuando aumentan generalizadamente los precios, los consumidores y empresas con la misma moneda no pueden obtener los mismos productos o servicios que en el pasado. Además, si una

situación de inflación se alarga en el tiempo puede reducir el valor de la moneda del país o zona económica.

La inflación puede ser causada por varios factores y podemos encontrar dos tipos de inflación:

1. Inflación de demanda: se produce cuando hay un exceso de demanda, es decir, la demanda de bienes y servicios aumenta más rápido que la oferta por lo que genera una presión alcista en los precios. La demanda puede aumentar:
 - a. Aumento del gasto público: cuando un Estado incrementa el gasto notablemente, se produce un aumento de la demanda de bienes y servicios, lo que puede significar que no haya suficiente oferta para cubrirlo y puede generar un aumento considerable de los precios.
 - b. Aumento del gasto de los consumidores: cuando los consumidores disponen de más dinero (aumento en sus ingresos o disminución de los impuestos) pueden demandar más bienes y servicios, lo que puede provocar un aumento de los precios.
 - c. Expansión de crédito cuando las autoridades monetarias aumentan la cantidad de dinero en circulación aumenta la demanda de bienes y servicios y genera presión alcista en los precios
 - d. Aumento de exportaciones: si un país aumenta sus exportaciones, genera una mayor demanda de bienes y servicios, lo que puede producir un incremento en los precios.

2. Inflación de oferta: se produce cuando la oferta de bienes y servicios no puede satisfacer la demanda, lo que genera una presión alcista en los precios. Algunas de las causas de la inflación de la oferta son:
 - a. Aumento de los costes de producción: cuando los costes de producción aumentan, los precios de los bienes y servicios aumentan para compensar ese aumento.

- b. Disminución de la oferta: si se produce una disminución en la oferta de bienes y servicios, puede generar una mayor demanda de los que están disponibles.
- c. Escasez de recursos: cuando hay escasez de recursos como materias primas o energéticos, el coste de producción aumenta.

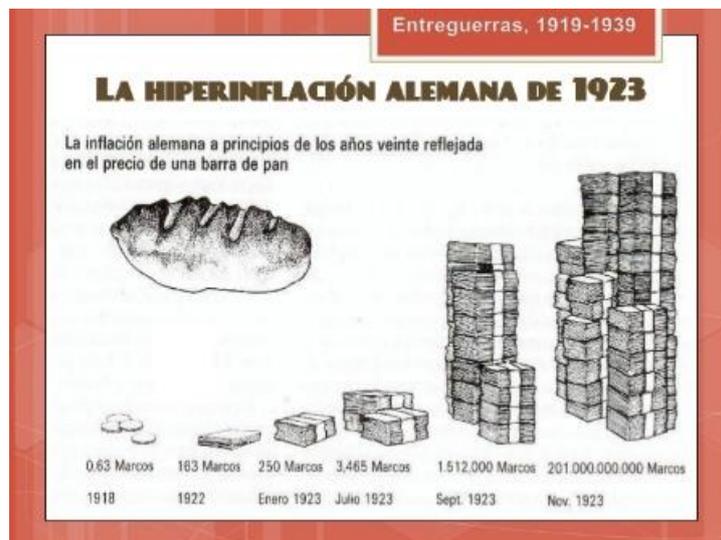
Este fenómeno también se puede catalogar en tres diferentes categorías dependiendo de la velocidad del aumento de los precios.

1. Inflación moderada: se produce cuando el aumento de los precios de los bienes y servicios es moderado, sostenido y relativamente estable. En muchas economías esta es una situación normal, buscan que la tasa inflación interanual se encuentre alrededor del 2% o 4% (por ejemplo, uno de los objetivos de las políticas monetarias de la Unión Europea es mantener la inflación en un 2%). En algunas situaciones cuando la fluctuación de la tasa de inflación no exceda los niveles pautados, puede producir un mayor desarrollo económico y mantener el buen funcionamiento de una economía.
2. Inflación galopante: esta situación se produce cuando la subida generalizada de precios aumenta a tasas de dos o tres dígitos, en el periodo de un año. Cuando ocurre esto el valor del dinero disminuye muy rápidamente, los ciudadanos pierden poder adquisitivo y además no sólo no pueden permitirse comprar los bienes, el ahorro tampoco es funcional debido a la velocidad de la devaluación de la moneda (Banco Santander).

3. Hiperinflación: se produce cuando las tasas de inflación superan el 1000% anual. Está una situación de descontrol, los consumidores casi no tienen capacidad de consumo debido al aumento constante y tan elevado de los precios y la moneda casi no tiene valor (Banco Santander). Esta situación se ha producido varias veces durante la historia. Una de las primeras fue en el período de entreguerras (1922-1924) en la República de Weimar, es decir, la República Federal alemana después de la I Guerra Mundial. Durante estos años se dio una situación de hiperinflación debido a la gran cantidad de dinero que había sido impuesto a este país por los ganadores de la guerra. El gobierno decidió emitir una gran cantidad de dinero para solventar dichas indemnizaciones hasta que comenzó a devaluarse la moneda y aumentar los precios de los bienes y servicios. Además, cuando dejaron de pagar las deudas Francia y Bélgica invasión la zona con más industria para hacer presión. La situación se tradujo en variaciones muy grandes de precios en un mismo día y la pérdida total del valor de la moneda alemana. Dejaron de pagar sus deudas de guerras y la población empobreció.

Imagen 1:

Título: Situación de hiperinflación en Alemania en el periodo de entreguerras



Fuente: Wordpress

Los efectos negativos que puede producir una situación inflacionista no sólo afectan a la estabilidad de precios, también al poder adquisitivo de los consumidores ya que “una situación inflacionaria no controlada puede deteriorar el poder adquisitivo principalmente a que la subida de salarios suele ser más lenta que la subida de precios en los bienes de consumo” (Romero, 2022). Otra consecuencia puede ser una mayor dificultad para la inversión en los mercados por la incertidumbre en el momento de planificar inversiones y estrategias de negocio a largo plazo

Por otro lado, la deflación es la disminución general y sostenida de los precios de bienes y servicios en una economía. Es el resultado contrario a la inflación, aumenta la capacidad de adquirir bienes de los consumidores ya que “la caída de precios revaloriza el valor del dinero” (Banco N26, 2022). Las causas de este fenómeno monetario pueden ser las siguientes:

- En una situación de exceso de oferta de productos y servicios y la demanda de estos no es suficiente para cubrirlo, esto se traduce en que las empresas deben reducir sus precios si quieren vender sus bienes y servicios (Banco Santander, 2023).
- Otra causa puede ser una reducción de demanda debido a situaciones de crisis económicas o recesiones. Los consumidores ante estas situaciones disminuyen sus gastos, lo que produce la bajada generalizada de precios por parte de las empresas y como consecuencia, estas producen menos beneficios, reducen la producción y pueden desemplear trabajadores. Esta situación se ha producido varias veces durante la historia, aunque cabe destacar la Gran Depresión de los años 20.

En general, tanto la inflación como la deflación son dos fenómenos complejos que pueden ser causados por una variedad de factores económicos y políticos. Por lo tanto, deben ser monitoreados cuidadosamente por los responsables de la política económica y los inversores. Debido a esto, los bancos centrales marcan como uno de sus objetivos principales la estabilidad de precios. Por ejemplo, el BCE define la estabilidad de precios como un incremento interanual del índice de precios al consumo

armonizado (IPCA) inferior al 2% en la zona euro. Es decir, la función de la estabilidad de precios es evitar aumentos de los precios de forma significativa (inflación) y una disminución prolongada en un largo periodo de tiempo (deflación) ya que ambas situaciones pueden provocar efectos negativos en la economía.

2.1 Teorías económicas

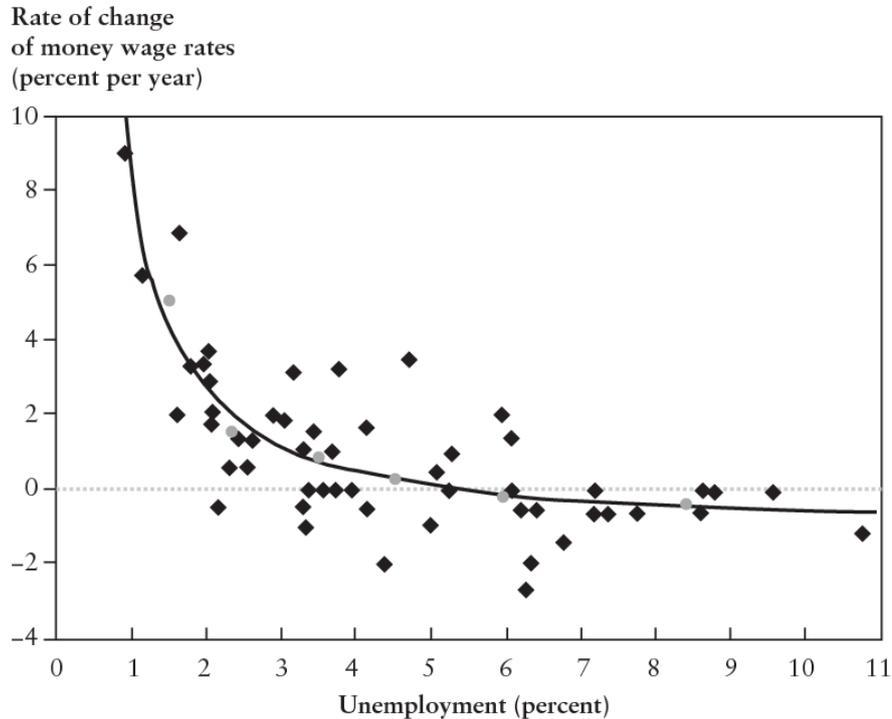
Durante la historia, han surgido diferentes corrientes de pensamiento que defienden y razonan cómo deben funcionar las políticas económicas. Estas fundamentaciones teóricas en las que se basan las teorías económicas que más importancia han tenido durante la historia y que en la actualidad siguen utilizándose son la Curva de Phillips, el Keynesianismo y el Monetarismo.

2.1.1 Curva de Phillips

Aparece por primera vez cuando en 1958 William Phillips, economista profesor de London School of Economics publica un artículo “The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the U.K.” donde muestra durante 100 años en Reino Unido una relación inversa entre la tasa de variación de los salarios monetarios y la tasa de desempleo.

Imagen 2:

Título: Gráfica publicada por Phillips relacionando los salarios monetarios con la tasa de desempleo



Fuente: ResearchGate

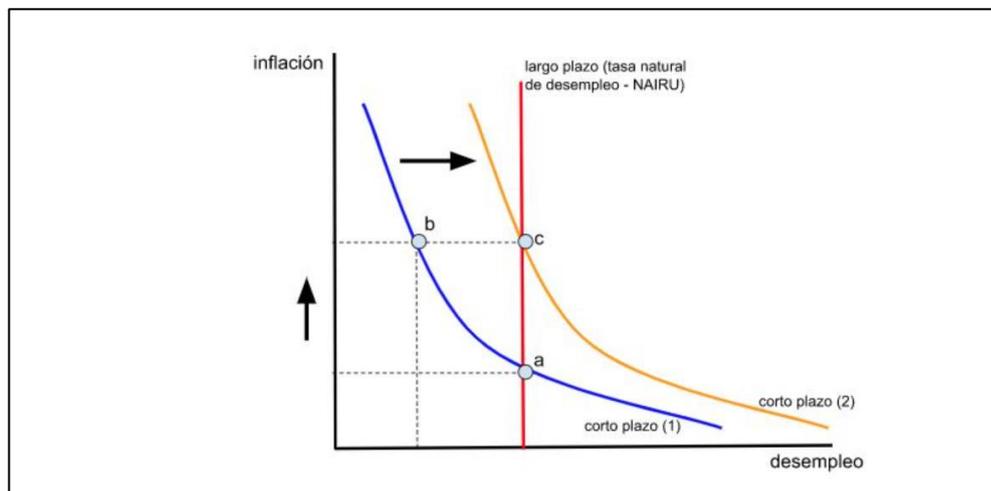
Esta curva se creó con la intención de analizar las dinámicas de la inflación. Esta idea parte de que el dinero en circulación o masa monetaria provoca efectos reales en el corto plazo, si hay un aumento de la masa monetaria afectaría positivamente a la demanda agregada basándose en la idea de que, si hay un aumento de salarios monetarios, la población está dispuesta a gastar más y en consecuencia, aumentarían los precios provocando expectativas de un mayor beneficio de las empresas, desarrollando una situación positiva para la inversión en un Estado. A esta idea se le denomina "ilusión monetaria". El resultado es un crecimiento económico que provoca un aumento del empleo.

En el corto plazo, en un periodo de crecimiento económico, las empresas necesitan aumentar su producción y para ello contratan a más personas lo que resulta en una disminución del desempleo. En esta situación de una mayor demanda agregada que oferta, los precios son mayores, lo que se traduce en un aumento de la inflación.

Este autor estaba influenciado por la teoría keynesiana que era la predominante en estos años, pero al igual que el keynesianismo, perdió la popularidad en los años 70 ya que no era capaz de explicar la situación de inflación y paro elevados.

Imagen 3:

Título: La curva de Phillips en el corto y largo plazo con la tasa natural de paro



Fuente: Singular Bank

Milton Friedman realizó una revisión a esta teoría más adelante para explicar por qué no tenía éxito en el largo plazo y volverían a su nivel natural. Advirtió de que la curva no era estable y lo atribuyó a una incorrecta formulación ya que debía contar con las expectativas de inflación. Además, propuso que en el largo plazo hay una tasa de desempleo mínima, denominada NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) que no debe ser superada ya que provocaría una mayor inflación.

Cuando el autor monetarista comenzó a plantear esta teoría, a principios de 60, la inflación era cercana 0 y en consecuencia, las expectativas de inflación eran 0, por lo tanto no afectaba en este periodo de tiempo. En el momento en el que la inflación comenzó a ser positiva, se iban a producir expectativas de inflación futura y podría alterar la relación lineal entre la tasa de inflación y la de paro.

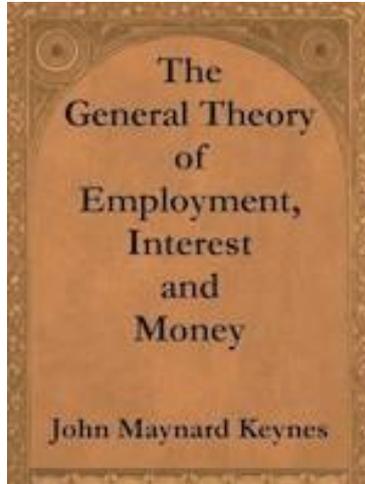
En la actualidad la curva de Phillips sigue siendo una referencia y utilizándose en situaciones económicas muy concretas, pero en un muy corto plazo (tres o seis meses). Las dos variables macroeconómicas que se exponen en esta teoría son correlativamente inversas en el campo de la política económica. Las autoridades monetarias deben decidir si una disminución de la tasa de inflación que a su vez provoca un aumento del paro es la medida adecuada o si es más importante disminuir la tasa de paro aceptando el aumento de la tasa de inflación. La decisión sobre la intervención en estas variables es una cuestión de ideología política de los gobernantes.

2.1.2 Keynesianismo

Teoría definida por el autor británico John Maynard Keynes en su obra Teoría general del empleo, el interés y el dinero (1936). Predominó hasta la década de los años 70 y decayó en el periodo de posguerra debido a una situación anómala de estanflación durante la crisis del petróleo (poner numerito y definición en el pie de página).

Imagen 4:

Título: Libro de John Maynard Keynes: Teoría general del empleo, el interés y el dinero.



Fuente: Libertad Digital

Keynes, en su teoría pone el centro de atención en lo que él denomina demanda agregada, definida como la cantidad total de bienes y servicios que los consumidores, las empresas y el gobierno están dispuestos a comprar en un periodo de tiempo determinado. Está formada por el consumo privado, la inversión, el gasto público y las exportaciones netas. El consumo privado hace referencia a la cantidad de bienes y servicios que los consumidores están dispuestos a comprar en un periodo de tiempo determinado.

$$"DA= C + I+ G + (X-I)"$$

Según el keynesianismo, la demanda agregada es el principal determinante del nivel de producción y empleo en una economía, y si la demanda agregada es insuficiente, se puede producir una situación de recesión y desempleo. Esa insuficiencia aparece cuando hay reducción de salarios y desempleo, provocando la bajada continua del consumo y a su vez la reducción en la producción de bienes y servicios. Debido a esto, esta teoría defiende la intervención del Estado a través de la idea del

“multiplicador”, que sostiene que un aumento en el gasto público o en la inversión privada puede generar un efecto multiplicador en la economía.

Fórmula del multiplicador del gasto de Keynes: $\Delta Y/\Delta \text{Gasto} > 1$

La idea de este multiplicador es, mediante el aumento del gasto público, las personas van a disponer de más dinero, provocando el aumento del consumo e incentivando la inversión. Es decir, se incrementará la demanda agregada.

Sin embargo, cuando hay un nivel demasiado elevado de demanda agregada respecto a la capacidad normativa, los keynesianos consideran que hay una situación de inflación.

Según Keynes, la política monetaria puede tener un efecto limitado en la economía, especialmente en momentos de recesión o depresión. Keynes argumentó que, en momentos de crisis económica, los bancos pueden no estar dispuestos a prestar dinero a tasas de interés bajas, lo que hace que la política monetaria sea menos efectiva en la estimulación de la economía.

En resumen, esta teoría afirma que las autoridades monetarias y gobiernos no deben esperar a que se autorregulen las economías y deben disminuir la gravedad de las recesiones y frenar las expansiones fuertes (Krugman, 2006).

2.1.3 Monetarismo

En contraposición a esta teoría, se encuentra la teoría monetarista, desarrollada por Milton Friedman, ganador del Premio Nobel de Economía en 1976. Considera que la oferta monetaria determina el PIB a corto plazo y el nivel de precios en el largo plazo. Por lo tanto, su estrategia en el corto plazo es la utilización de una política antiinflacionista controlando la oferta monetaria y en el medio/largo plazo liberar mercados y reducir y eliminar aranceles o tasas para detener el proceso inflacionario y la orientación de recursos dependiendo de las ventajas comparativas que ofrece el sistema de precios (Gutiérrez, 2009).

Esta teoría afirma que las autoridades monetarias deben utilizar mecanismos como los tipos de interés a través de la política monetaria para adaptar la cantidad de dinero dentro de la economía. Por lo tanto, los monetaristas creen que el control de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria es imprescindible para evitar inflación y lograr los objetivos de la política monetaria (Jahan, 2014).

Se enfoca en el papel del dinero en la economía y como afecta a los niveles de actividad económica y de precios además su oferta debe ser cuidadosamente contralada por el Banco Central para evitar inflación y mantener la estabilidad económica. En contraposición a la teoría keynesiana, que sugiere que el gasto público y la política fiscal son los principales instrumentos para estimular la economía, la teoría monetarista sostiene que el control de la oferta de dinero es la herramienta más efectiva para mantener la estabilidad a largo plazo.

El monetarismo se basa en tres ideas fundamentales:

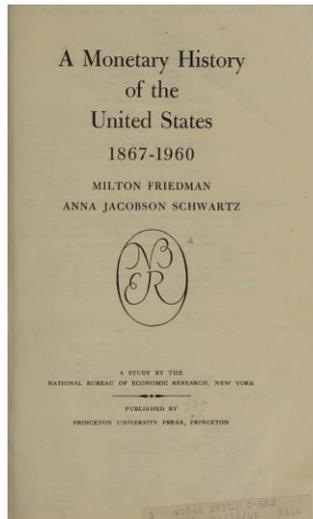
- Proponen un Estado más pequeño y la liberación de los mercados: prefieren que el Estado no interfiera en la actividad económica ni en los mercados porque son competitivos. Los bancos centrales deben ser los encargados de controlar la actividad económica.
- Dan una mayor importancia al control de la inflación que al desempleo: Friedman justifica que hay una tasa natural de desempleo que la marca el mercado y es aceptable. Además, cree regularmente el desempleo es causado por medidas de los gobiernos
- Propuesta de fijar una tasa de crecimiento de la oferta monetaria a pesar de las diferentes situaciones económicas que puedan ocurrir para evitar la manipulación de las políticas monetarias.

Esta teoría fue explicada en el libro escrito por Milton Friedman y Ana Schwartz "A Monetary History of the United States, 1867-1960". A través de esta obra, critican las medidas tomadas por la Reserva Federal durante la gran Depresión, como la presión que afectó la oferta monetaria y las reducciones de la cantidad de dinero que provocó peores consecuencias. El monetarismo obtuvo una gran importancia en la década de 1970 cuando se produjo en Estados Unidos un aumento de la inflación que llegó a

máximos del 20%. Para solucionar esta situación, la Reserva Federal estadounidense decidió adaptarse a la teoría monetarista.

Imagen 5:

Título: Portada del libro escrito por Milton Friedman y Anna Schwartz: La historia monetaria de los Estado Unidos 1867-1960



Fuente: Internet Archive

Para concluir, los monetaristas consideran que la política monetaria es más efectiva que la política fiscal ya que el aumento del gasto público puede provocar un déficit en la deuda pública de un país y un aumento de los tipos de interés. Según Kimberly Amadeo (2021), también consideran que los bancos centrales tienen mayor poder que los gobiernos porque controlan la oferta monetaria. Los tipos de interés reales son clave para controlar los efectos de la inflación y además proporcionan una imagen más real del coste del dinero.

2.2 Políticas económicas

“La política económica es un instrumento macroeconómico que utilizan los países o zonas económicas para lograr un aumento del bienestar de su población” (Villacís, 2001, P. 31) o “el conjunto de instrumentos, procedimientos y medidas que se aplican en un sistema político para controlar el crecimiento económico” (Nadal, 2002, P. 168). Todos los países desean ser competentes en el mercado internacional, por eso, plantean diferentes estrategias y establecen unos objetivos para lograrlo. Debido a esto, el objetivo principal de estas políticas es el control de la economía y el análisis y actuación ante las diferentes variables por parte de las autoridades monetarias (Navarrete, 2012). Además, este autor afirma que las variables económicas que más preocupan a la sociedad y a los Estados son la demanda de empleo y el uso de los recursos públicos, es decir, el bienestar social y económico de un país.

Para poder alcanzar los objetivos principales de la política económica las autoridades monetarias y gobiernos pueden utilizar diferentes instrumentos.

Autores como Paul Coulbais afirman que algunos de estos son la política fiscal, la política monetaria, la política de oferta, la política de rentas y la política combinada presupuestaria y monetaria (Torres, 2013, P.249). Otros como Étienne Kirschen señalan que se pueden diferenciar en cinco tipos como “la política fiscal, monetaria, los tipos de cambio, los controles directos y la política estructural” (Torres, 2013, P.249-250).

Los gobiernos de los países deben tener claro cuáles son los objetivos que desean alcanzar y definirlos correctamente ya que es complicado lograrlos simultáneamente, dependen de muchos instrumentos y decisiones. Por estos motivos no se puede definir una política económica como el resultado de una decisión técnica simple por parte de las autoridades económicas (Torres, 2013, P. 250).

2.2.1 Política fiscal

La política fiscal es una de las herramientas que utilizan los gobiernos para influir sobre la economía de su país a través de los ingresos y gastos públicos. Esto lo realizan a través del control del gasto y los ingresos públicos mediante los impuestos. Es decir, la política fiscal afecta y se aplica directamente al PIB. El PIB es igual al gasto agregado ($PIB = C + I + G + X - M$). En esta fórmula el Estado puede influir y controlar directamente el Gasto público (G) pero a través de la política fiscal, modificando impuestos y transferencias puede influir en el Consumo (C) y en algunas ocasiones sobre la Inversión (I). El consumo privado de los ciudadanos depende de la renta disponible que tienen las familias, es decir, Renta total = Salarios + Transferencias – Impuestos. Por lo tanto, si el Estado hace reducciones en las transferencias o aumenta los impuestos va a disminuir la renta de las familias y por ende va a disminuir su consumo. En el caso contrario, si incrementan las transferencias y disminuyen los impuestos, la renta de las familias y motivaría el consumo. En el caso de modificar la inversión, el Estado puede incentivar a que la inversión de las empresas aumente influyendo sobre el Impuesto sobre el Beneficio. (Krugman, 2006).

Una de las tareas más importante de los gobiernos es la responsabilidad de lograr crecimiento económico y crear empleo, para proteger a sus ciudadanos, empresas y en general, a los agentes económicos. Debido a esto, las políticas fiscales deben ser supervisadas y controladas porque se pueden producir excesos y producir déficit público. (número y definición abajo). Para la evaluación del impacto que tiene la modificación de las variables que realizan a través de la política fiscal, deben analizar los multiplicadores del gasto, de las transferencias y de los impuestos. Cabe destacar el multiplicador fiscal, el cual mide el impacto que tiene el gasto público sobre el PIB.

Por lo tanto, el Estado tiene la capacidad de influir y desplazar la curva de demanda agregada mediante los impuestos, transferencias y el gasto público.

Dependiendo de la aplicación de los instrumentos fiscales y de la situación económica en la cual se encuentre un país hay dos tipos de políticas fiscales para poder desplazar la curva de demanda agregada: expansivas o restrictiva.

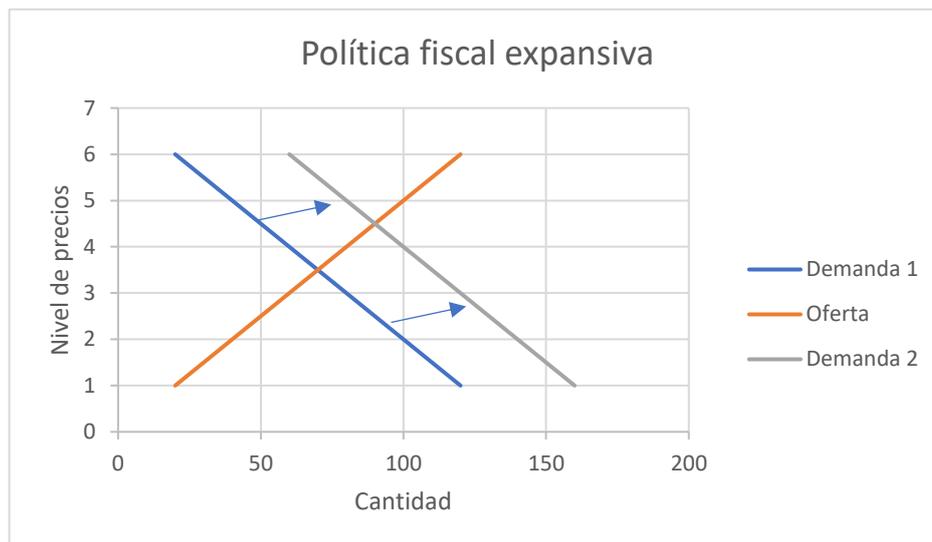
A. Política fiscal expansiva

La economía de un país no es estable, se pueden producir situaciones recesión o crisis, en los que la demanda agregada es insuficiente, está por debajo de su producción potencial y en consecuencia, produce situaciones de desempleo y menor consumo. Cuando ocurre esto, los gobiernos desean incrementar la demanda agregada para que la producción aumente y mejore la situación. A este tipo de política se le denomina política fiscal expansiva porque su finalidad es lograr incrementar la demanda. Los instrumentos que puede utilizar son: el aumento del gasto público, incremento de las transferencias a las familias y disminuir los tributos (Krugman, 2006).

El uso de este tipo de políticas es recomendable en el corto plazo porque los gastos que tiene el Estado en esta situación son mayores que los ingresos y se produce déficit público. Si esta aplicación se prolonga a largo plazo, una forma para poder financiarse sería emitiendo deuda, aunque crea unos intereses y genera deuda pública. (Comillas, 2021)

Gráfico 1:

Título: Comportamiento de la Demanda Agregada con políticas fiscales expansivas.



Fuente: Elaboración propia

Durante los años 80 en Japón, debido a la desregularización del mercado financiero y un abuso de políticas expansivas, se formó una burbuja bursátil e inmobiliaria que explotó en los años 90 y produjo una situación de crisis muy complicada, donde la economía no crecía y disminuyó consumo. (Bustelo, 2009) La respuesta del gobierno a partir de 1992 fue utilizar una política fiscal expansiva, disminuyendo los impuestos para incentivar el consumo y centrándose en el aumento del gasto público para realizar un plan de infraestructuras por todo el país. La finalidad de ese plan era invertir en infraestructuras públicas para poder dar empleo a la población y de esta forma conseguir una tasa de desempleo muy baja. El país apoyó el gasto público en la baja deuda pública que tenía en ese momento y en los superávits de años anteriores. En total durante los años 90 Japón realizó 10 paquetes de estímulo fiscal. En los años 2000, la deuda pública japonesa llegó a una cifra superior al 200% sobre el valor del PIB. (Leonseguí, 2015)

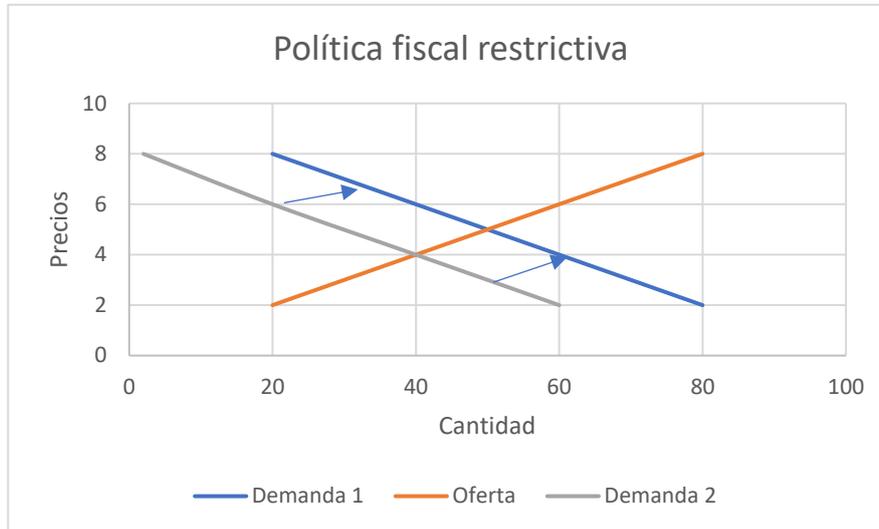
B. Política fiscal restrictiva

Las políticas fiscales restrictivas son un tipo de política fiscal la cual los países ponen en marcha cuando la economía se encuentra en una situación inflacionista, que sucede cuando la producción agregada sobrepasa la producción potencial (Krugman, 2006). Es decir, en una fase expansiva de un ciclo económico, una excesiva demanda agregada ha provocado una situación de un incremento constante de precios. La finalidad de esta política es reducir la demanda agregada mediante el aumento de los impuestos, las reducciones del gasto público y transferencias a las familias. El resultado de estas medidas son la reducción del consumo privado por parte de las familias, ya que con el aumento en la tributación y menores transferencias disponen de una menor renta y la disminución de las inversiones de las empresas por las expectativas de futuro.

Además de la reducción de la inflación, otro de los efectos que pueden resultar es superávit público debido al aumento en la recaudación de los tipos impositivos y la disminución del gasto público. También puede tener consecuencias ya que, al reducir la producción de un país, el empleo se reduce y aumenta la tasa de paro. (Comillas, 2021)

Gráfico 2:

Título: Comportamiento de la Demanda Agregada con políticas fiscales restrictivas



Fuente: Elaboración propia

En la década de 1990, 16 países de Latinoamérica tenían una situación de hiperinflación. En el caso de Brasil, en 1993 comenzaron a aplicar unas políticas restrictivas para intentar solucionar esta situación: redujeron el gasto público y aumentaron los impuestos. Esto se tradujo en aumento del superávit, lo que provocó que el país necesitaba una menor dependencia de la emisión de dinero, lo que ayudó a controlar la inflación.

Tras analizar estas políticas, podemos ver que las medidas que aportan pueden ayudar a solucionar los problemas económicos de un país en diferentes situaciones, pero cabe destacar la voz crítica de muchos economistas respecto al excesivo uso de ellas. Las políticas fiscales activas, al ser formuladas con anterioridad a su ejecución, tienen retrasos temporales que pueden generar inestabilidad económica en el momento de su implementación. (Krugman,2006)

2.2.2 Política monetaria

La política monetaria es definida como las acciones y medidas que toman los bancos centrales para influir y controlar la oferta y el coste del dinero, es decir, la cantidad de dinero en circulación y los tipos de interés de referencia. Los objetivos principales son controlar y moderar las variaciones en la economía y la estabilidad de precios. Además, estos bancos se pueden apoyar y solicitar asesoramiento en el Fondo Monetario Internacional (FMI) es una institución a nivel global que ayuda y asesora a los países en el área de política monetaria (Krugman, 2006).

Las políticas monetarias tienen un marco común pero cada Banco Central tiene sus diferentes métodos y aplicaciones, por ello más adelante serán desarrolladas las diferentes políticas y situaciones que se han ido adoptando, especialmente en épocas de crisis, recesiones e inflación.

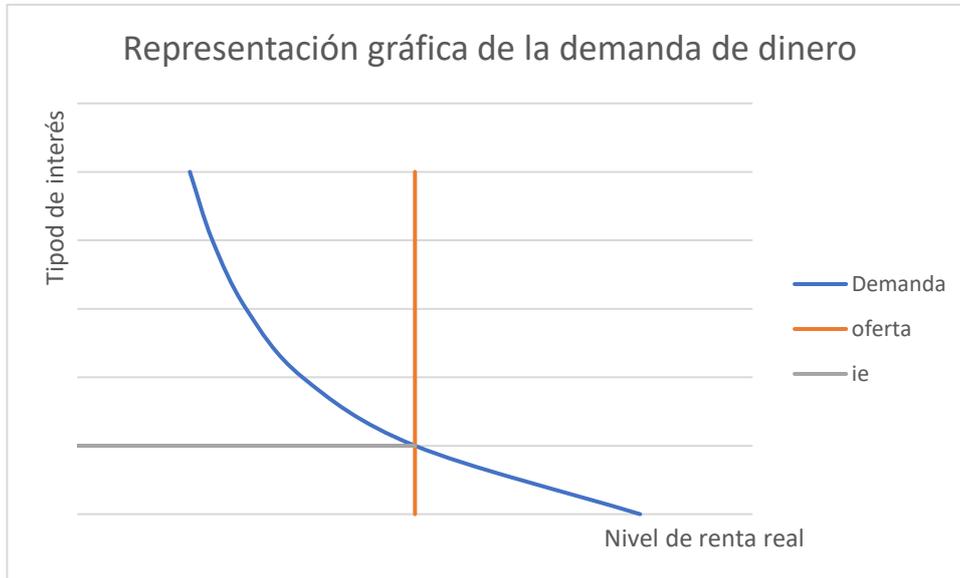
La demanda de dinero hace referencia al poder adquisitivo de las personas. Según Dornbusch y Fischer, 1988 “A los individuos les interesa el poder de compra de sus tenencias de dinero, es decir, el valor de sus saldos monetarios expresado en términos de bienes que pueden comprar con esos saldos.” Las causas por las que desean demandar dinero son las siguientes:

- Nivel de renta: si se producen aumentos en la renta, la gente está dispuesta a consumir más y por lo tanto aumenta la cantidad de dinero que desean tener en depósitos bancarios y en efectivo.
- Los tipos de interés: si disminuyen los tipos de interés, las personas van a demandar más dinero en efectivo y en depósitos ya que la rentabilidad de los intereses es menor.

Por lo tanto, la demanda monetaria está relacionada con el nivel de renta y los tipos de interés. Si aumenta el nivel de renta real, la demanda monetaria aumentará. Sin embargo, si aumentan los tipos de interés nominales, disminuirá. La representación gráfica de la curva de demanda de dinero es la siguiente:

Gráfico 3:

Título: Relación de la demanda monetaria con el nivel de renta y los tipos de interés



Fuente: elaboración propia

Esta curva relaciona los tipos de interés y la demanda de dinero de las personas. Es inversa porque si aumenta el tipo de interés, mayor coste de oportunidad del dinero y disminuye la cantidad de dinero demandada (Krugman, 2006)

La oferta monetaria es definida como “la cantidad de dinero que en un período circula en una determinada economía” (Ceballos y Ceballos). Para medir la cantidad de dinero, se utilizan los agregados monetarios. Estos agregados son imprescindibles ya que, controlando la cantidad de dinero en circulación, se puede conocer la velocidad en la que circula y el nivel de inflación que puede haber en un momento determinado. La Reserva Federal y el BCE diferencian cuatro agregados monetarios. Están agrupados de mayor a menor liquidez y no hacen referencia a las acciones, únicamente a activos monetarios que corresponden con el dinero:

- M0 o también denominado “base monetaria” y está formado por el dinero en efectivo y las reservas bancarias que tienen los bancos comerciales en los bancos centrales. La base monetaria suele ser la que menor cantidad tiene y hacia la cual el Banco Central orienta sus políticas monetarias ya que tiene más control sobre él. (BDE, 2023)
- M1: Es el agregado más líquido, es decir, el dinero más disponible y está formado “por los billetes y monedas en circulación y depósitos a la vista” (Banco de España, 2023). Es decir, el efectivo en manos de la población.
- M2: contiene el efectivo en manos del público y los depósitos a vista (es decir, M1) y añade los activos “cuasi-dinero”, hacen referencia a los recursos financieros que pueden convertirse fácilmente en depósitos a la vista o efectivos como pueden ser los bonos del estado o las letras del estado. (Krugman, 2006).
- M3: incluye M1, M2 y activos aún menos líquidos, es decir, más difíciles de convertir a efectivo que en M2 como: “las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y los valores de renta fija de hasta dos años, emitidos por las instituciones financieras monetarias”. (Banco de España, 2023)
- M4: lo compone M3 con otro tipo de activos líquidos como pagarés o certificados de depósitos, pagarés de empresa... En resumen, estos son los instrumentos financieros que tienen menor liquidez. (Business Insider, 2021). Este agregado lo añaden en ocasiones, no integra la clasificación.

La base monetaria de la oferta de dinero debe ser controlada y calculada ya que la cantidad de dinero que hay en la economía no debe exceder la necesidad de compra de los bienes y servicios que produce el país o PIB. Si la oferta de dinero aumenta sin que incremente la producción del país, podría ocurrir una situación de inflación, ya que aumenta la demanda de bienes, sin ningún cambio en la oferta disponible. La situación contraria que puede ocurrir es una oferta monetaria insuficiente para la producción que hay en un país. Los recursos estarían siendo desaprovechados y la economía se estancaría. Por lo tanto, la política monetaria debe encargarse de controlar la oferta a través del tipo de interés (Yirepa, Economía y Finanzas)

El tipo de interés en la política monetaria o también llamado tipo de referencia determina el precio que deben pagar las entidades de crédito o bancos a los bancos centrales por el dinero que les ha sido prestado.

Cuando los bancos centrales desean aumentar o disminuir la oferta monetaria el efecto que va a producir sobre los tipos de interés es el inverso.

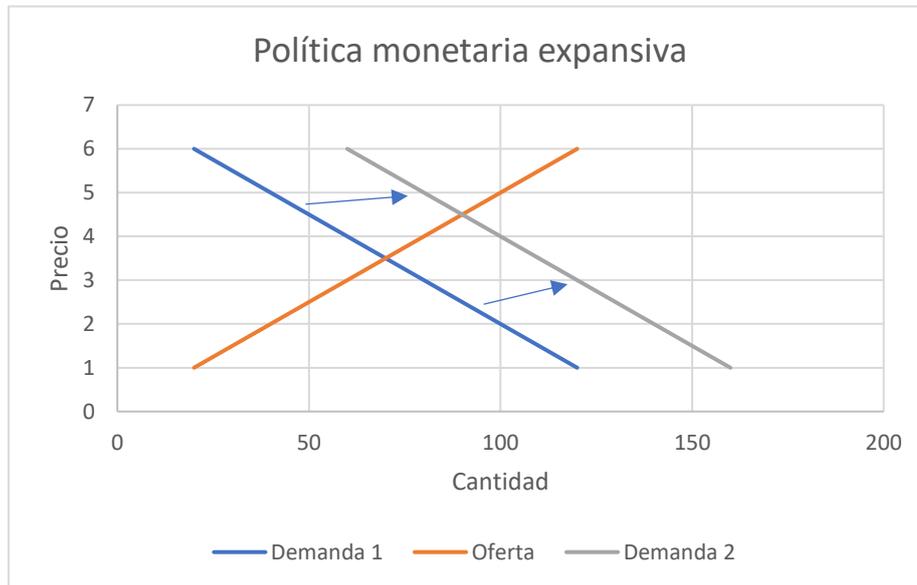
El tipo de interés de referencia no sólo afecta a los bancos y entidades de crédito, sino también a las personas y empresas, ya que a ellos se les repercute en los productos que tienen contratados con los bancos.

A. *Política monetaria expansiva*

Las políticas monetarias expansivas tienen como finalidad aumentar la demanda agregada a través de la oferta de dinero. En momentos de crisis o recesión, los bancos centrales quieren aumentar la producción agregada para alcanzar su producción potencial. Para ello incrementan la oferta monetaria disminuyendo los tipos de interés. La reducción de los tipos de interés provoca aumentos en el consumo y la inversión y a su vez incrementa la demanda agregada.

Gráfico 4:

Título: Comportamiento de la Demanda Agregada con políticas monetarias expansivas



Fuente: elaboración propia

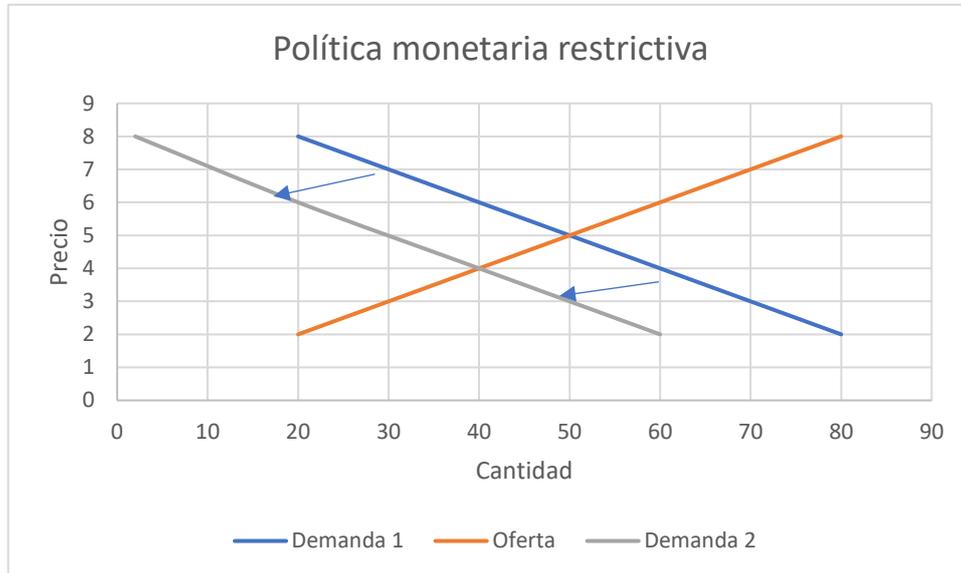
B. Política monetaria restrictiva

Este tipo de políticas son puestas en marcha por los bancos centrales cuando la economía de su territorio se encuentra en una situación de inflación y la producción agregada es mayor a la producción natural. (Krugman, 2006).

Para poder solucionar una situación inflacionista los encargados de la política monetaria disminuyen la oferta de dinero mediante el aumento de los tipos de interés, lo que provoca una disminución de la demanda agregada y de la producción. La finalidad de este tipo de política monetaria es la reducción de la demanda agregada.

Gráfico 5:

Título: Comportamiento de la Demanda Agregada con políticas monetarias restrictivas.



Fuente: Elaboración propia

3. Banco Central Europeo

En este punto analizaremos la historia del Banco Central Europeo, el Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Eurosistema así como sus objetivos y los instrumentos de política monetaria que utiliza.

3.1 Historia de la Unión Europea y la creación de la Unión Monetaria

Durante toda la historia, se han producido guerras en el continente europeo entre los diferentes países por cuestiones territoriales y económicas. En 1945, cuando finaliza la II Guerra Mundial, Europa se encuentra devastada, las economías de los países paralizadas, ciudades destruidas, millones de habitantes muertos y desconfianza entre los países por las diferentes posiciones durante la guerra.

En 1949 se firma el Tratado de Washington mediante el cual se crea una coalición entre diez países de Europa (Bélgica, Dinamarca, Francia, Islandia, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Portugal y Reino Unido) más Estados Unidos y Canadá. Este tratado es el origen de la Organización del Tratado del Atlántico Norte o más conocido por sus siglas "OTAN". El objetivo de esta organización es la defensa mutua si ocurre algún conflicto que pueda afectar a cualquiera de estos integrantes. Cabe destacar que en la actualidad forman parte veintiún países de la Unión Europea y en total treinta miembros (Unión Europea, 2022).

Un año más tarde, se crea el Consejo de Europa en Londres, el estatuto fue firmado por diez países (Bélgica, Francia, Luxemburgo, Países Bajos, Reino Unido, Irlanda, Italia, Dinamarca, Noruega y Suecia) con el fin de construir una Europa unificada, promover la democracia, proteger los derechos humanos y evitar conflictos bélicos. (Unión Europea, 2022)

En 1950, el ministro francés de Asuntos Exteriores, Robert Schumann propone un pacto más estrecho y un acuerdo de autoridad supranacional para integrar y gestionar la producción de carbón y acero, que en este momento suponía la mayor riqueza de estos países. Además, teniendo el control sobre estos materiales, se evita la producción de armas de guerra para evitar guerras. Son seis los países que firman el

tratado en este momento (Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo). En consecuencia, se crea la Comunidad Europea del Carbón y Acero (CECA) mediante el Tratado constitutivo de París que entró en vigor en 1952. (Unión Europea, 2022).

La Comunidad Europea del Carbón y Acero resultó ser un éxito y estos seis países propusieron extender esta cooperación a distintos sectores de la economía y crean dos nuevas comunidades mediante los Tratados de Roma en 1957: Comunidad Económica Europea (CEE) y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (CEEA). La CEE planteó una serie de objetivos como la libre circulación de bienes, servicios y mercancías a través de un mercado común o el libre tránsito entre naciones de personas y capital. Este fue el primer paso de la unión entre países con el fin de lograr unas políticas monetarias comunes, aunque hasta 1993 no se implantó este mercado común.

Ese mismo año se unificaron la CEE y la CEEA en una asamblea, denominada Asamblea Parlamentaria Europea, que es la institución predecesora al actual Parlamento Europeo y se celebró en Estrasburgo, estableciendo como presidente de dicha asamblea a Robert Schumann. (Unión Europea, 2022)

En la década de los años 60, es un momento de prosperidad y crecimiento económico, los países de la Comunidad Económica Europea no tienen derechos aduaneros entre sí y crean la “Unión Aduanera”, lo que provoca un aumento del comercio de los diferentes bienes, materiales o mercancías entre países. A partir de esto, deciden seguir promoviendo la libre circulación del comercio con otros países que no forman parte de la CEE y para ello establecen la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC) con países como Austria, Dinamarca, Noruega, Portugal, el Reino Unido, Suecia y Suiza. Pero a pesar de este buen momento económico, se está produciendo la Guerra Fría; un momento crítico en la historia donde se enfrentaban los dos bloques ideológicos: capitalismo y comunismo. En Europa, en 1961 se construye el muro de Berlín que divide no sólo a Alemania en dos territorios, sino a Europa Occidental y Europa del Este.

En el año de 1965 se fusionan las 3 comunidades (Comunidad Europea del Carbón y el Acero, Comunidad Económica Europea y el EURATOM o CEEA) para que

dependan de un mismo poder administrativo o “Comisión” y un único poder ejecutivo o “Consejo”.

Durante la década de los años 70 las comunidades europeas comienzan a agrupar a más países miembros. En 1973 se produce la adhesión de Dinamarca, Reino Unido e Irlanda. Debido a estas nuevas incorporaciones estas comunidades deciden crear unas políticas para conseguir una mayor igualdad entre los países que forman parte y distribuir el capital de los países con mayor riqueza a los que tienen una inferior para que puedan crear infraestructuras, generar inversiones e incluso crear empleo. A estos fondos se les denominará “Fondo Europeo de Desarrollo Regional”. Aunque es un momento de bastante prosperidad para la unión de estos países, en 1973 comenzó la crisis internacional del petróleo, causada a raíz del conflicto árabe-israelí, en el que los países árabes productores de petróleo decidieron embargar este hidrocarburo a los países occidentales por su apoyo a Israel tras su ofensiva. Esta prohibición duró hasta 6 meses y creó graves problemas en los países europeos, como una disminución del crecimiento económico, inflación o pérdidas de empleo.

Durante los años 80 estas uniones entre países aumentan y llegan a contar con 12 miembros. En 1981 Grecia es el siguiente país miembro después de finalizar su régimen militar y adoptar la democracia. Esta misma situación se produce en España y Portugal, que se hacen miembros oficialmente en 1986. Durante estos años ya no había derechos aduaneros entre los países y el comercio había mejorado, pero no lo suficiente debido a la normativa tan diferente entre ellos. A partir de esta idea crean unas normas comunes llamadas el “Acta Común Europea”, con el poder en el Parlamento Europeo.

Comienza una nueva etapa cuando en 1992, los representantes de 12 países (Alemania, Bélgica, Dinamarca, España, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y Reino Unido) firmaron el Tratado de Maastricht en el cual aparece por primera vez el nombre de “Unión Europea”. Esta unión no sólo hace referencia a los objetivos económicos; por primera vez establece una unidad política entre estos países, es decir la cooperación entre los países europeos en diferentes competencias.

El tratado se fundamenta en tres pilares:

- El Pilar comunitario establece seis instituciones básicas. 1.El consejo europeo se reúne trimestralmente y marcan las prioridades y pautas políticas, 2.la comisión europea es el órgano ejecutivo, pero es independiente políticamente de la UE. Se encarga de proponer nuevas leyes europeas y de llevar a cabo las decisiones tomadas por el Parlamento Europeo y el Consejo. 3.El Consejo de la UE formado por los ministros que representan cada país para “debatir, modificar y adoptar medidas legislativas y coordinar políticas” (Unión Europea, 2022). 4.El parlamento europeo se elige por sufragio de los ciudadanos europeos cada cuatro años y es el órgano legislativo de la unión. 5.El tribunal de Justicia es el encargado de regular y aplicar la legislación en los gobiernos e instituciones europeas. 6.El tribunal de cuentas europeo vigila y controla las cuentas financieras de la unión europea.
- El pilar de Política exterior y Seguridad Común (PESC) tiene como finalidad lograr una colaboración y coordinación ante objetivos comunitarios como la defensa de valores comunes, fomentar la paz internacional y la independencia de la unión.
- La Cooperación Policial y Judicial en Materia Penal: aborda temas relacionados con justicia y asuntos de interior de los Estados para lograr una cooperación ante situaciones como delincuencia en la unión, la inmigración...

Desde la década de los años 70 los países fundadores deseaban suprimir las barreras comerciales y conseguir una unión económica y monetaria. Varias fases comenzaron en 1980 pero no se pudo implantar debido a la crisis del petróleo que afectó a nivel internacional y provocó una época de inestabilidad al sistema monetario y los mercados internacionales. No fue hasta la creación de la Unión Europea con este tratado en 1992 que estos planes se desarrollaron y asignaron un capítulo a la política económica y monetaria a los tratados fundacionales con un calendario para la

implantación de la Unión Económica y Monetaria (UEM), dividido en tres fases y estableciendo como fecha límite para la adopción del sistema en el año 1999 (Hablamos de Europa, 2023).

Una de las características principales y única de la Unión Europea es la moneda común, el Euro. En este tratado es donde se adopta la idea y establece el objetivo de la creación de una moneda única en la Unión Europea para lograr una integración económica y financiera entre los estados miembros. Además, con la introducción de la moneda única se lograría reducir riesgos de tipos de cambio y fluctuaciones monetarias.

Las bases de la Unión Europea actual se establecieron con este tratado. Además de establecer las normas, instituciones y leyes para los países que ya se encontraban dentro de esta unión añadieron los Criterios de Convergencia o “criterios de Maastricht”. Son una serie de requisitos que deben ser aplicados en los estados integrantes de la UE que quieran implantar el Euro como moneda para asegurar el buen funcionamiento económico y sin riesgos en la zona euro.

Desde el 1 de julio 1990 hasta el 31 de diciembre 1993 se desarrolló la primera etapa en la cual se crea el mercado único europeo mediante la eliminación de barreras comerciales entre los países miembros de la Unión Europea, la liberalización para las transacciones de capital y la libre circulación de bienes, servicios, personas y capital. También se comienza a usar el ECU (European Currency Unit), es decir, la unidad de cuenta no permitida para pagos y previa al Euro. Durante este periodo aumentó la cooperación entre los bancos centrales y se crearon políticas comunes sobre el medio ambiente, agricultura e investigación.

El 1 de enero de 1994 comienza la segunda fase con la creación del Instituto Monetario Europeo (IME), el predecesor del actual Banco Central Europeo. En este momento se desarrollan los planes para aplicar y mejorar las políticas económicas y monetarias de los países miembros. El IME creó las bases que se aprobaron en el Consejo Europeo para la regulación de las relaciones monetarias y cambiarias entre los países de la zona Euro y la Unión Europea (Banco de España). A partir de este momento, se establecen los criterios de Maastricht o de convergencia; se trata de una serie de requisitos que deben aplicar los estados integrantes de la UE que quieran

implantar el Euro como moneda para asegurar el buen funcionamiento económico y sin riesgos en la zona euro. Son cuatros los criterios económicos que existen:

1. Estabilidad de precios: la tasa de inflación no puede exceder el 1,5% de la media de los tres países que tienen el porcentaje menor inflación de la zona euro.
2. Estabilidad presupuestaria: la deuda pública de los estados miembro no debe exceder el 60% del Producto Interior Bruto y el déficit público no puede superar el 3% del Producto Interior Bruto.
3. Tipo de cambio: los estados deben mantener una estabilidad cambiaria para que no se produzcan grandes fluctuaciones ni devaluaciones de la tasa de cambio.
4. Tipos de interés: los tipos de interés a largo plazo de un estado, siendo analizado en un período de un año, no debe superar en más de 2 puntos porcentuales los tipos de interés los tres Estados miembros que cuenten con menor intereses (Unión Europea, 2023).

La tercera etapa comienza el 1 de enero de 1999 cuando se introduce el Euro como moneda única con la fijación de los tipos de cambio de las monedas de los diferentes estados que formaron parte del IME y el Banco Central Europeo a partir de este momento liquida el IME y se convierte en el único responsable de dirigir y dictar la política monetaria única de la zona Euro. La transición al euro terminó en 2002 pero siguen desarrollándose nuevas políticas para fortalecer la cohesión y dinámica monetaria y fiscal entre los países miembros, así como la creación de la Unión Bancaria Europea o el Sistema Europeo de Bancos Centrales para mejorar la estabilidad financiera o el mecanismo Europeo de Estabilidad para apoyar a los estados en caso de crisis o recesiones. Más países se unieron y adoptaron el Euro como moneda oficial: Eslovenia en 2007, Chipre y Malta en 2008, Eslovaquia en 2009, Estonia en 2011, Letonia en 2014, Lituania en 2015 y por último Croacia en 2023 (Banco de España, 2023).

Imagen 6:

Título: Mapa actual de los Estados Miembros de la Unión Europea



Fuente: Consejo de la Unión Europea

Como podemos ver en la imagen en la actualidad hay 27 países miembros, pero no todos utilizan el euro como moneda oficial. Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía y Suecia no cumplen con algunas de las condiciones necesarias de adopción del Euro pero cuando cumplan los requisitos necesarios podrán adherirse a esta zona monetaria (Unión Europea, 2023). Además, en 2020, Reino Unido, a pesar de ser de los primeros países en pertenecer a la Unión Europea decidió dejar de ser miembro en 2016 mediante el Brexit y después de largas negociaciones con la Unión Europea su salida se hizo efectiva en 2020.

3.2 El Banco Central Europeo, el Eurosistema y SEBC

Para poder explicar el funcionamiento de las políticas monetarias, su aplicación y distribución por países dentro de la Unión Europea es imprescindible conocer qué es el Eurosistema, y cómo funciona el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y en que contexto actúa.

El Eurosistema está compuesto por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los países que tienen el Euro como moneda. Este sistema tiene la autoridad sobre las políticas monetarias de la zona Euro. Por otro lado, se encuentra el Sistema Europeo de Bancos Centrales, formado por el BCE de todos los países que son miembros de la Unión, incluyendo a los que no pertenecen a la zona Euro. La gran diferencia entre el Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos son los países que lo forman, es decir, los que han adoptado el Euro y los que no. Según el Banco de España, 2023, hasta que todos los países adopten el Euro como moneda, van a estar divididas estas dos instituciones. Las funciones de estos sistemas aparecen en el Tratado de la Unión Europea (Tratado de Maastricht de 1992), aunque este solo hace referencia al SEBC ya que la idea principal de la Unión Europea era la adopción del Euro por parte de todos los países miembros, por lo que en la actualidad, las prácticas que realiza el Eurosistema son las que más se adaptan a este tratado. Según el art. 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (Tratado de Lisboa de 2009) el objetivo principal “será mantener la estabilidad de precios”, es decir, proteger el Euro y esto se ejecutará mediante los instrumentos y procedimientos que tiene el BCE para la política monetaria que explicaremos más adelante. Las funciones básicas que atribuye este artículo al SEBC son:(Diario Oficial de la Unión Europea)

- Definir y ejecutar la política monetaria de la Unión, ayudando las políticas económicas de la Unión Europea y considerando los principios de economía abierta de mercado y libre competencia.
- Realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 219 sobre la política cambiaria, que es diseñada por el Consejo Europeo pero debe ser compatible con la estabilidad de precios que es marcada por el BCE. (Banco de España)
- Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros. Sin perjudicar con la gestión de los fondos a dichos países.
- Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago
- Contribuir a la buena gestión de la supervisión y estabilidad financiera.
- Autorizar la emisión de billetes.

El SEBC y el Eurosistema están liderados por órganos reguladores del Banco Central Europeo. Según el Ministerio de Hacienda, 2023 “El Banco Central Europeo (BCE) es la institución de la UE, con personalidad jurídica propia, que constituye el núcleo del Eurosistema y del Mecanismo Único de Supervisión”. Una de las características principales de este organismo es su identidad “supranacional”, es decir, es el encargado de desempeñar las políticas monetarias de los 20 estados que integran la Zona Euro. Sus funciones y competencias están inscritas en el Tratado de Funcionamiento de la UE, así como su expresa independencia del resto de las instituciones. La estructura de los órganos rectores del BCE es el siguiente:

1. El consejo de gobierno:

Este órgano lo componen los miembros del comité ejecutivo y los 19 gobernadores de los bancos nacionales de los países que pertenecen a la zona Euro. Sus principales funciones son las siguientes (Parlamento Europeo):

- Toma las decisiones y medidas necesarias para asegurar que el SEBC realice las tareas que le han sido asignadas de una manera efectiva.
- Establecen la política monetaria de los países que han adoptado el Euro y en consecuencia eligen los objetivos intermedios, los tipos de interés básicos y la provisión de liquidez al Eurosistema.
- Poseen el derecho exclusivo de autorizar para emitir euros dentro de la Unión Europea.

2. Comité Ejecutivo:

Está compuesto por el presidente, vicepresidente y 4 miembros elegidos. Sus funciones principales son adoptar y poner en práctica las decisiones tomadas por el Consejo de Gobierno y repartirá instrucciones a los bancos centrales de los países. (Art. 12. 1 Estatutos del SEBC y BCE). También se encarga de dirigir las actividades diarias del BCE.

3. Consejo General:

En este Consejo también se encuentran el presidente, el vicepresidente y los gobernadores de los bancos nacionales, pero no sólo de la zona Euro, sino de todos los países miembros. Se encarga de las tareas que realizaba el IME (Instituto Monetario Europeo) en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) para los estados que no tienen el Euro. Algunas de las tareas son fijar los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros que no son el Euro y también colabora en tareas consultivas y realiza estadísticas para el SEBC (Parlamento Europeo).

3.3 Objetivos de las políticas monetarias

El principal objetivo del BCE, según el art. 127 del TFUE "el objetivo principal del SEBC es mantener la estabilidad de los precios." (Parlamento Europeo, 2023). Como explicamos en el primer punto del trabajo, la estabilidad de precios se establece para que no se produzca inflación o deflación en el nivel general de precios de la economía. Los motivos por los cuales la zona Euro decidió establecer este objetivo son los siguientes (Banco Central Europeo, 2011):

- La estabilidad de precios permite a los ciudadanos distinguir las variaciones en los precios de los bienes y servicios específicos de las fluctuaciones generales de precios. Esto permite al mercado asignar de una forma más eficiente los recursos, un mayor bienestar de los hogares y una producción potencial de la economía.
- Cuando hay una previsión de que no van a producirse alteraciones en los precios, no van a exigir una compensación adicional por riesgo de inflación al tener activos monetarios al largo plazo, lo que reducirá las primas de riesgo en las tasas de intereses reales. Esto incentivará la inversión y el bienestar económico.
- La estabilidad de precios evita las inversiones ineficientes durante periodos de alta inflación y ayuda al crecimiento económico, evitando la acumulación de bienes reales por parte de las empresas y ciudadanos, incentivando la inversión de estos.

- La estabilidad de precios puede reducir las desviaciones de los sistemas tributarios y de Seguridad Social, ya que en situaciones de inflación estos sistemas no se ajustan a la tasa inflacionaria.
- En una situación inflacionista, esta actúa como un impuesto sobre el dinero, por lo tanto, los ciudadanos prefieren no utilizar efectivo para reducir los costes de transacción o de retirar fondos.
- Evita que en situaciones inflacionistas o deflacionistas los grupos más débiles económicamente sufran problemas económicos y ayuda a la redistribución de la riqueza.
- Evitando la reevaluación de activos financieros que pueden perjudicar económicamente a las familias y empresas, la estabilidad de precios contribuye a una estabilidad financiera.

En la actualidad el objetivo es alcanzar un 2% de inflación en el medio plazo, el cual es medido por el IAPC (Índice Armonizado de Precios de Consumo). Aunque este Banco considera tanto la inflación como la deflación como dos fenómenos perjudiciales para la economía, marca esta tasa como objetivo porque ayuda a la previsión de futuro de la evolución de los precios a lo largo del tiempo y a tener un margen de seguridad en caso de deflación.

Como conclusión podemos destacar que, para el BCE, sus políticas monetarias están enfocadas al control de precios porque creen que impulsa otros objetivos económicos como el bienestar social, mayor empleo y mejora de la actividad económica.

3.4 Instrumentos de las políticas monetarias

Para poder aplicar las políticas monetarias el BCE cuenta con una serie de instrumentos. Están clasificados en dos categorías: convencionales y no convencionales. La diferencia es que los no convencionales son aquellos instrumentos que utiliza el banco central cuando ocurre una situación atípica, como una crisis o una recesión en la cual las medidas convencionales no son suficiente para controlar la situación. (Parlamento Europeo, 2023)

3.4.1 Instrumentos convencionales

1. Operaciones de mercado abierto

Este tipo de operaciones tienen un papel fundamental en el control de los tipos de interés y en la gestión de la liquidez en el mercado financiero. Regularmente, el Eurosistema realiza dos tipos de operaciones de mercado abierto mediante subasta ordinaria: las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML). Las OPF proporcionan liquidez en euros a una semana y permiten controlar los tipos de interés en el corto plazo. Además, a través de estas pueden administrar la liquidez del mercado monetario y orientar las políticas monetarias. Por otro lado, las OFPML ofrecen financiamiento en plazos más extensos al sector financiero, aumentando liquidez en euros a tres meses. (Banco de España)

Hay otros dos tipos de operaciones que el BCE también realiza como las operaciones de ajuste y operaciones estructurales. Las operaciones de ajuste se ejecutan teniendo en cuenta las circunstancias del mercado y los tipos de interés, su objetivo es controlar las fluctuaciones imprevistas de la liquidez del mercado. Se ejecutan a través de los bancos nacionales con subastas rápidas o procedimientos bilaterales. Además, también cuentan con las operaciones estructurales para ajustar la posición estructural del Eurosistema en el sector financiero. Este tipo de operaciones las aplica a través de procedimientos bilaterales.

Son 5 los instrumentos con los que cuenta el SEBC para realizar operaciones de mercado abierto:

- Operaciones temporales: la principal herramienta de las operaciones de mercado abierto. Se pueden aplicar sobre la base de un acuerdo de recompra o préstamo garantizado.
- Operaciones en firme: compraventa de activos simples en el mercado. Se aplican con motivos estructurales y de ajuste.
- Emisión de certificados de deuda: mediante la emisión de deuda puedan generar déficit de liquidez en el mercado financiero.

- Swaps de divisas: transacciones a futuro, donde intercambian euros por una moneda extranjera. El tipo de cambio de la transacción es la herramienta.
- Captación de depósitos a plazo fijo: a través de la remuneración a los bancos por depósitos a plazo fijo.

2. *Facilidades permanentes*

La finalidad de las facilidades permanentes son la absorción y proporción de liquidez, mostrar la posición de la política monetarias y las tasas de interés consolidadas del mercado en muy corto plazo, en estos casos a un día. Las entidades financieras que proceden en el Eurosistema pueden usar dos tipos de facilidades (Parlamento Europeo):

- Facilidad marginal de crédito: este tipo de facilidad lo usan los bancos cuando necesitan obtener financiación adicional para poder cubrir sus necesidades de liquidez en el corto plazo. Esta tasa de interés suele estar representada por el tipo de interés máximo a un día.
- Facilidad de depósito: permite que las entidades bancarias puedan guardar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales. La tasa de interés suele representar un nivel mínimo para los tipos de interés del mercado a corto plazo.

3. *Coefficiente de caja*

Este coeficiente afecta a las entidades de crédito del Eurosistema y hace referencia a las reservas mínimas o depósitos obligatorios que deben tener estas entidades. La finalidad de este instrumento es determinar el dinero que deben tener en reserva los bancos y controlar la cantidad de dinero que pueden llegar a prestar, es decir, regular la liquidez del sistema bancario. Los tipos de interés que afectan a estos depósitos obligatorios son retribuidos a las tasas de interés de las operaciones principales de financiación de la Zona Euro (Parlamento Europeo).

3.4.2 Instrumentos no convencionales

A raíz de la crisis de 2008, el BCE decidió adoptar una serie de instrumentos extraordinarios para solucionar el problema de deuda soberana en la que se encontraban los países de la zona Euro. (Banco de España, 2023).

1. *Programa para los mercados de valores o SMP (Securities Market Programme)*

Bajo este programa, los bancos centrales de los países que tenían problemas de financiación fueron autorizados por el SBEC para adquirir títulos de renta fija. Por lo tanto los países que tenían un alto nivel de prima de riesgo adquirieron estos títulos para conseguir liquidez en algunos sectores del mercado que necesitaban.

2. *Programas de compras de activos*

Este tipo de instrumentos se utilizan para mantener la estabilidad de precios cuando las tasas de interés están muy bajas y hay un periodo de baja inflación. La finalidad de este instrumento es incentivar la economía. En estas situaciones, como los tipos de interés son muy bajos, el BCE no puede disminuirlos más, porque podría ocasionar una situación de inestabilidad financiera. Por lo tanto, la idea de este instrumento es que el BCE compra activos financieros para incrementar su demanda y el precio, creando una mayor liquidez en el sistema financiero y de esta forma los tipos de interés del mercado disminuyen y a su vez los intereses de los préstamos bancarios. Esto provoca una mayor accesibilidad por parte de los gobiernos, las familias y empresas.

4. Reserva Federal de Estados Unidos

En este punto desarrollaremos la historia y las funciones del Banco Central de los Estados Unidos. También se analizará sus objetivos y los instrumentos de política monetaria que utilizan.

4.1 Historia de la Reserva Federa

El Sistema Federal de los Estados Unidos es el banco central, encargado de la política monetaria y supervisión bancaria, que fue creado en 1913 a partir de la Ley de la Reserva Federal para combatir las numerosas crisis que había sufrido este país en el S.XIX y comienzos del S.XX. Es un sistema formado por doce bancos, donde cada uno se encarga de una zona específica del país.

Previamente a la creación de esta institución, los bancos del país actuaban de forma independiente, emitían dinero y sólo estaban regulados por las leyes estatales. En 1913, se creó un sistema descentralizado, la Reserva Federal (comúnmente llamada Fed) para que doce diferentes bancos centrales controlasen y regulasen conjuntamente la economía de este país. Además, a partir de este momento se encargó de emitir el dinero y controlar la oferta monetaria.

En el momento de su creación, no estaban bien establecidas las políticas económicas del país, por lo que cada banco establecía independientemente la tasa de descuento (es el tipo de interés que las entidades bancarias deben pagar por obtener fondos de algún banco de la Reserva Federal) la cual, además estaba considerada en esta época el instrumento de política monetaria más relevante.

Posteriormente, entre los años 1933-1935 modificaron la Ley de la Reserva Federal para establecer el actual Comité Federal del Mercado Abierto o FOMC. Este comité fue creado por la necesidad de unidad en el Sistema Federal. En estos años se había producido una integración económica que requería un sistema coordinado y efectivo para aplicar la política monetaria del país.

A partir de los años 80, los bancos de la Reserva Federal progresivamente se han ido coordinado y centralizando con las diferentes decisiones y servicios financieros y en consecuencia, han logrado una mayor eficiencia en la distribución de responsabilidades para lograr los objetivos que desean.

En la actualidad el sistema está formado por tres organismos principales: los bancos de la Reserva Federal, la Junta de Gobernadores y el Comité Federal del Mercado Abierto o FOMC. La Junta de Gobernadores de la Reserva se encarga de orientar las principales políticas monetarias, valorar la situación económica y mantener la estabilidad económica. Además, es la encargada de informar al Congreso y controlar los bancos de la Reserva. Los doce bancos son los responsables de ejecutar las medidas decididas por la Junta de Gobernadores y de supervisar los bancos de su zona. El Comité Federal del Mercado Abierto regula los tipos de interés básicos del país y la oferta monetaria, es decir, influye directamente sobre el mercado.

4.2 Objetivos de la Reserva Federal

Los objetivos que tiene la Fed son la estabilidad de precios, lograr la estabilidad financiera y potenciar el empleo. Por lo tanto, las funciones que realiza para alcanzar estos objetivos son los siguientes: (Ávila, 2023)

Establece la orientación de las políticas monetarias para lograr sus objetivos y modifica los tipos de interés para controlar la oferta monetaria.

Control y regulación de las entidades bancarias para que no haya riesgos con la seguridad del sistema financiero.

- Mantener la estabilidad financiera del país mediante la supervisión continua para minimizar riesgos y conociendo la participación en el país y en el extranjero.
- Proporciona servicios a entidades y bancos como compensación de cheques o procesamiento de transacciones electrónicas. Estos servicios favorecen el correcto funcionamiento del sistema de pago y la eficiencia en las transacciones financieras.

- Lleva a cabo investigaciones y análisis económicos para comprobar el estado de la economía y publica información y predicciones de futuro para la correcta toma de decisiones.

Cabe destacar que la Reserva Federal al ser una institución independiente, toma sus decisiones basadas en criterios económicos, los políticos no influyen en esta institución. Para poder realizar todas las funciones descritas anteriormente, la Reserva Federal cuenta con una serie de instrumentos para aplicar las políticas monetarias.

4.3 Instrumentos de las políticas monetarias

Los instrumentos que utiliza este Banco Central se pueden clasificar en dos: convencionales y no convencionales.

4.3.1 Instrumentos convencionales

1. *Operaciones de mercado abierto.* (Federal Reserve)

La Fed realiza estas operaciones mediante la adquisición y venta de bonos y valores apoyados por el Estado en el mercado con el objetivo de aumentar la oferta de dinero en el mercado y disminuir la tasa de fondos federales.

Las tasas de fondos federales son fijados por la Junta de Gobernadores y hacen referencia a los tipos de interés de préstamos que los bancos pagan a un día. Además, estos tipos influyen a las hipotecas, tarjetas de crédito y más productos financieros.

La Reserva Federal, para reducir estas tasas, imprime dinero para comprar letras y bonos del Tesoro, lo que provoca un incremento en la oferta de dinero y una reducción del tipo de interés de los préstamos a un día.

En el caso en el que la Reserva Federal desee aumentar las tasas de fondos federales, vendería estos bonos y activos, para disminuir la oferta monetaria.

2. *Tasa de descuento y ventana de descuento*

La ventana de descuento es realizada por la Fed para facilitar el acceso a la financiación cuando entidades bancarias o depositarias necesitan liquidez urgente.

Estas facilidades de préstamos que obtienen los bancos comerciales a través de la ventana de descuento, se les aplica el tipo de interés llamado tasa de descuento, que es establecido por el banco correspondiente de la Fed. La Reserva cuenta con tres tipos de ventanas de descuento y cada uno un tipo diferente de interés (Federal Reserve System, 2023):

- a. Crédito primario: Son préstamos con vencimiento a un día, es decir muy corto plazo, a bancos o instituciones que tienen una situación financiera bastante sólida. La tasa de descuento en este primer crédito es superior a los tipos de interés de mercado a corto plazo. Es el programa más importante.
- b. Crédito secundario: va dirigido a las instituciones financieras o depositarias que se encuentran en una situación financiera complicada que no pueden solicitar el crédito primario. La tasa de descuento en este es superior a la tasa de crédito del primario.
- c. Crédito estacional: este tipo de crédito los pueden solicitar pequeñas instituciones depositarias que tienen variaciones frecuentemente de liquidez a un año. La tasa de descuento de crédito estacional lo aplican haciendo el promedio de las anteriores tasas descritas.

Por lo tanto, la finalidad de las tasas y ventanas de descuento es la ayuda para la gestión de la liquidez a las entidades de depósito y de esta forma evitar consecuencias negativas para las familias y empresas que son clientes de estas instituciones.

3. *Exigencias de Reservas*

La Reserva Federal al igual que la mayoría de los bancos centrales de diferentes países, exigen a los bancos comerciales y a las instituciones depositarias una cantidad de fondos en reservas. Estas reservas deben estar depositadas o en caja en el banco

correspondiente de la Fed. La cantidad de reservas son establecidas y sólo pueden ser modificadas por la Junta de Gobernadores. Mediante el coeficiente de reserva que aparece en el Reglamento de esta Junta, las entidades calculan sus requisitos de reserva.

4. *Intereses sobre saldos de reserva*

Los bancos de la Reserva Federal pagan un tipo de interés a los bancos comerciales por sus saldos en reserva que tienen depositados en las cuentas de la Fed. Además, hay un tipo de interés para las reservas en exceso. El FOMC establece el tipo de interés para las reservas requeridas y la Junta de Gobernadores se encarga de determinar el interés del exceso de reservas. Esta remuneración de saldos es un incentivo para los bancos comerciales para que los depositen en las cuentas de la Reserva. (Federal Reserva)

5. *Servicio de recompra inversa a un día*

Es un instrumento que utiliza la Reserva Federal estadounidense para vender valores del Tesoro de corto plazo en el mercado, a instituciones financieras y bancos para recomprarlos al día siguiente a un precio previamente acordado. Cuando la Fed vende esta deuda, los participantes del mercado al comprarlos, reducen sus fondos y por ende hay una cantidad menor de dinero en circulación. Al día siguiente cuando se produce la compra por parte de la Fed, aumentan los fondos de los bancos y sus reservas. Este instrumento sirve para absorber el exceso de liquidez que hay en el mercado y para el control de los tipos de interés oficiales que establece la FOMC. (Federal Reserve)

4.3.2 Instrumentos no convencionales

6. *Quantitative Easing o QE*

Instrumento que creó la Fed con el objetivo de mantener los tipos de interés bajos de deuda e incentivar el gasto e inversión en la economía. Para lograrlo, la Fed realiza un gran incremento de la oferta monetaria a través de la adquisición de productos financieros y bonos. La Reserva Federal ejecutó cuatro iniciativas de Quantitative Easing

para la recuperación de la crisis de 2008. La última fue implementada en el 2012.
(Federal Reserve)

5. Banco de Japón

En este punto contextualizaremos la historia del Banco de Japón, las funciones y objetivos que realiza y por último, los instrumentos de política monetaria utilizados.

5.1 Historia del Banco de Japón

El Banco Central de Japón, o también conocido por sus siglas BoJ, se creó en el año 1882 para controlar el sistema monetario japonés, desarrollar la economía del país y controlar y determinar las políticas monetarias del país. Es el encargado de la emisión de yenes y fija las normas de las operaciones bancarias en el país.

En 1942, con motivo de la Segunda Guerra Mundial, le atribuyeron nuevos objetivos enfocados en el apoyo militar para la guerra. Cuando finalizó la guerra, entre 1945 y 1952 el país estuvo ocupado por Estados Unidos. Durante esta época se produjeron una serie de cambios que ayudaron a solucionar la situación de posguerra en este país y transformar la economía japonesa hasta llegar a convertirse en una de las economías más potentes de ese momento. A este fenómeno económico se le nombró el “milagro japonés”. Desde 1955 hasta 1973, se produjeron una serie de cambios estructurales como inversiones en sectores más productivos como el tecnológico y de equipamiento. Además, la entrada en la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) creó una mayor facilidad a las exportaciones. Con motivo de estos cambios y procesos, el nivel tecnológico de Japón era similar al de los países occidentales, convirtiéndolo en una economía muy competitiva y productiva.

Los procesos productivos que se desarrollaron en Japón; como el sistema “Just in Time” de Toyota tuvieron una gran importancia a nivel mundial por las ventajas competitivas que les proporcionaba. Este sistema consistía en producir un vehículo con unos costes muy inferiores respecto a otros países.

El crecimiento que experimentó el país nipón durante la mitad del S.XX tuvo una disminución de su crecimiento por la dependencia de esta economía respecto a las demás: la crisis del petróleo de 1973 y la finalización del sistema de Bretton Woods. La crisis del petróleo afectó a Japón por la dependencia que tenía de los países árabes

para conseguir este recurso, por lo que, cuando sucedió la guerra del Golfo y aumentaron los precios del petróleo, la producción se encareció. Hasta los años 70 del siglo pasado, el dólar estaba respaldado en oro, a este régimen cambiario denominado Bretton Woods, establecía una cotización fija de las monedas. El tipo de cambio de yenes a dólar durante el “milagro japonés” hizo que fuese muy competitivo respecto a las exportaciones.

Por lo tanto, cuando finalizó este sistema, la ventaja competitiva que tenía este país, disminuyó. Esta situación llevó al país nipón a realizar una serie de cambios en el sistema financiero como la liberalización del sector financiero, para mejorar la situación de déficit público causada por la crisis de 1973 y la presión por parte de USA de una mayor apertura de los mercados japoneses. (Ibai Hurtado, 2018)

A pesar de un menor crecimiento durante los años 70 en Japón, seguía siendo alto y continuó durante los años 80. En 1985, cinco países, incluido Japón, realizaron un pacto con Estados Unidos en el que acordaron la devaluación del dólar respecto a sus monedas. La finalidad de esta disminución del valor de la moneda era para aumentar las exportaciones, pero las consecuencias de este pacto resultaron en la caída de las importaciones por la apreciación del yen.

Para mejorar la situación económica, el BOJ aplicó unas políticas monetarias expansivas para incentivar el consumo interno. Disminuyó los tipos de interés muy rápidamente y esto incentivó la creación de la burbuja inmobiliaria que estallaría más adelante. Este gran aumento de la liquidez también fomentó a las empresas y familias a invertir en bolsa, lo que provocó que se disparara el precio de los mercados de valores. En 1990, comenzó la crisis y las medidas tomadas por el BOJ y por el gobierno, se centraron en incentivar el consumo sólo realizando gasto público basado en construcción de edificios públicos, pero estas decisiones llevaron a una situación de deuda muy importante.

Desde que se produjo la crisis de los años 90 en Japón, el crecimiento económico en Japón ha sido muy bajo y algunos expertos creen que en la actualidad sigue luchando con las consecuencias. A pesar de la ralentización del crecimiento, es

una de las economías más importantes del mundo por su alto PIB y la calidad de sus productos tecnológicos.

5.2 Objetivos e instrumentos de política monetaria del Banco de Japón

El BOJ, tiene unos principios similares a los bancos centrales mencionados previamente, como la independencia respecto a órganos gubernamentales. Tiene establecidas unas funciones básicas como asegurar el buen uso de la moneda, así como evitar falsificación del dinero y facilitar el tránsito de dinero en la economía de Japón. Como los bancos centrales anteriores, uno de sus principales objetivos es mantener la estabilidad de precios a lo largo del tiempo en el país y asegurar la estabilidad del mercado financiero y estableciendo las normas que deben seguir las entidades financieras.

Otra de sus funciones es apoyar y ayudar las relaciones entre los gobiernos y los bancos o entidades financieras. Es decir, lograr una estabilidad de precios y lograr un sistema de transacciones y pagos accesibles y seguro.

El órgano encargado de planificar las políticas monetarias es el comité de Política Monetaria. Estudia y evalúa la situación financiera del país y aplica estas decisiones a través de instrumentos de políticas monetarias convencionales y no convencionales.

5.2.1 Instrumentos convencionales

Estos instrumentos, al igual que en los bancos anteriores, los utilizan normalmente, básicamente en el día a día. (Ouali, 2018)

1. *Operaciones de mercado abierto*

Similar a la Fed y al BCE, las operaciones de mercado abierto tienen la finalidad de mejorar la situación de las familias y consumidores apoyando a los bancos a través de la inyección de liquidez al mercado financiero. Esta liquidez provisional la aporta al

mercado mediante la compra de activos como prestamos titulizados, bonos públicos a corto plazo o en operaciones repo. (Banco de España, 2003)

5.2.2 Instrumentos no convencionales

En los años 90, el BOJ comenzó a crear políticas monetarias no convencionales para lograr estabilidad en los mercados financieros.

1. *Aumento de las facilidades de préstamo*

Estas facilidades son un instrumento por el que el banco central facilita al mercado de forma provisional títulos del estado japonés y su venta se realiza a través de acuerdos de recompra. En el 2008, a causa de la crisis, elimina algunas restricciones y condiciones para que las entidades puedan acceder más fácilmente.

2. *Operaciones de suministro en dólares*

Para mejorar las condiciones de los mercados financieros, mediante las líneas de Swaps con la Fed, el BOJ puede prestar dinero en dólares en el mercado para obtener financiación.

3. *Incremento en adquisiciones de bonos del gobierno japonés*

A través de la compra de bonos, permite al BOJ disminuir la cantidad de suministro de fondos en el corto plazo y facilitarlos en largo plazo. Durante los años 2008 y 2009 es cuando se pone en marcha esta medida y se realizan las compras de bonos.

4. *QQE (Quantitative and Qualitative Monetary Easing)*

Los otros bancos centrales crearon una herramienta denominada Quantitative Easing o QE, para disminuir los tipos de interés en el largo plazo para incentivar la economía mediante la compra por parte de las instituciones monetarias de bonos del gobierno y otros tipos de bonos. En el caso de Japón el objetivo es similar pero logrando una disminución de la cultura deflacionista en la que se encontraba desde 1990 creando expectativas de inflación (Haruhiko Kuroda, 2015).

En el año 2013 crean ese instrumento denominado Quantitative and Qualitative Monetary Easing o QQE, para lograr una tasa de inflación cercana al 2% con el fin de lograr estabilidad de precios. Para la consecución de este objetivo, el BOJ aumentó la base monetaria y la cantidad de bonos tanto del Estado como los de los mercados de valores. Además de la ampliación del periodo de vencimiento para reducir los tipos de interés. Hasta 2016 estuvo en marcha este programa, aumentando la base monetaria y el plazo medio de estos.

6. Comparación de las actuaciones durante las crisis entre países

6.1 Crisis del 2008

Durante la década de los 2000, se estaba produciendo una época de crecimiento económico a nivel mundial y las entidades financieras decidieron maximizar sus beneficios llevando a cabo inversiones que tenían un riesgo muy elevado. Estas inversiones se basaban en ofrecer crédito a clientes sin control.

En Estados Unidos, desde el gobierno de Bush en 2002 comenzaron a bajar los tipos de interés de un 6% al 1% para incentivar los mercados después de la situación de desconfianza de la población con motivo del atentado del 11-S (Delgado, 2019). En 2004 los tipos de interés reales comenzaron a ser negativos, es decir, los nominales eran inferiores a la inflación, lo que produjo un incentivo a los inversores. Empezó a crearse una burbuja inmobiliaria, en el que las clientes estaban dispuestos a comprar casas e hipotecarse y los bancos podían extraer de su balance las hipotecas que suponían un mayor riesgo o con menor solvencia. (Instituto de Estudios Bursátiles, 2018).

En el mercado financiero durante esta época, había una alta competitividad entre las entidades y buscaban resultados muy beneficiosos, lo que provocaba que cada vez estaban más dispuestos a tener activos de riesgo. Además, los clientes estaban más dispuestos a comprar productos financieros de riesgo. Un ejemplo de este tipo de productos fueron las hipotecas “subprime”: este tipo de hipoteca no cumplía las normas que marcaban las agencias gubernamentales. Eran concedidas de una forma laxa, es decir, permitían retrasos en el historial de crédito, impagos en hipotecas anteriores, falta de documentación ... Como el riesgo que tenían estos préstamos eran muy elevados crearon los “Mortgage Back Securities” que les permitían vender esas hipotecas en forma de bonos a entidades bancarias mundiales gracias a la globalización. Cuando los demás bancos compran estos bonos asumen el riesgo de crédito.

Imagen 7:

Título: Anuncio de hipotecas “Subprime”



Fuente: Idealista

Este sistema se sostuvo por el continuo aumento del precio de las viviendas, causado por la burbuja inmobiliaria. La refinanciación de las hipotecas era real durante estos años, cuando aumentaba el precio de la vivienda, solicitaban una hipoteca mayor y generaban más liquidez para comprar coches, vacaciones...

Todo este sistema comenzó a debilitarse cuando en 2007, la Fed aumentó los tipos de interés frente a la situación de inflación que preveía. Este aumento de los intereses afectó directamente a las hipotecas de tipo variable, que son las que se rigen a través de este tipo de interés. Los clientes de estos créditos no podían hacer frente al pago, disminuyeron los precios de las viviendas y no podían refinanciar sus préstamos, provocando el embargo de las casas. El problema de estos embargos, era que la deuda que tenían los clientes era mayor que el valor de las propiedades, por lo que los bancos comenzaron a tener problemas de beneficios y no eran capaces de saldar sus deudas en el corto plazo, lo que produjo una crisis de liquidez. Esta paralización del sistema también afectó a las aseguradoras y bancos mayoristas. Además, el sistema era tan complejo que los bancos no conocían quien debía hacer frente a las deudas, se creó una situación de pánico financiero y colapsó el sistema interbancario.

Ante esta situación las entidades, para saldar sus deudas en el corto plazo, no podían acceder al mercado financiero y vendieron rápidamente los activos que tenían para obtener liquidez, también los más solventes.

Imagen 8:

Título: Periódico The Times anunciando la bancarrota de Lehman Brothers en 2008



Fuente: John Harari

En el año 2008, la entidad financiera y crediticia Lehman Brothers, la cuarta más grande a nivel global, se declaró en bancarrota, creando pánico en los mercados financieros globales y dando comienzo a una de las mayores recesiones de los últimos años.

Durante estos años en Europa también se produjo una situación similar de desregularización en la concesión de créditos y préstamos, causado en parte por los nuevos tipos de derivados financieros. Además, los bancos centrales del mundo trabajan de forma coordinada, por lo que los intereses tanto en EEUU como en Europa eran bajos. Cabe destacar que en la Unión Europea se dieron situaciones diferentes durante la recesión debido a su composición y los instrumentos de política monetaria de los que disponen.

A pesar de que la crisis no estalló hasta 2008, en el año 2007 se comenzaba a notar los problemas en el sistema financiero. Por esto la primera fase de la crisis ocurrió entre 2007 y 2008, y estos dos bancos para controlar la situación, se centraron en inyectar liquidez y recortar los tipos de interés oficial. En el caso del BCE, una de las

primeras medidas que tomó antes que estallase la crisis fue la inyección de liquidez valorada en más de 95000 millones de euros en agosto de 2007 debido a la escasez de crédito interbancario a muy corto plazo. Estos tipos de interés de muy corto plazo habían sufrido un aumento muy elevado debido a la situación de desconfianza entre los bancos por temor a una crisis de crédito (Roig, 2007).

La Reserva Federal en diciembre de ese mismo año introdujo un nuevo instrumento no convencional denominado Term Auction Facility o TAF, que funcionaba como la facilidad de préstamo denominada en la Fed “ventana de descuento” pero con la diferencia de que el nombre de la entidad que lo solicitaba era desconocido. Estas facilidades tenían unos intereses muy bajos y los tiempos de vencimientos eran extensos. También esta medida permitía que las entidades ofreciesen activos financieros como fianza.

A finales de 2007, los principales bancos del mundo, junto al BCE y la Reserva Federal acordaron la fijación de los swaps de divisas no sólo para evitar el bloqueo de los mercados financieros, también para que estos bancos centrales pudiesen inyectar liquidez de diferentes monedas a la suya, a entidades financieras dentro de su territorio. La finalidad era favorecer la inversión y el comercio entre países.

Estas medidas funcionaron hasta la bancarrota de Lehman Brothers, en la que estos dos bancos tuvieron que cambiar su estrategia y decidieron bajar los tipos de interés de referencia. Hasta entonces, los tipos de interés ya eran muy bajos, por eso decidieron disminuirlo hasta casi el 0%. Tanto el BCE como la Fed estaban realizando unas políticas monetarias expansivas para poder reducir los efectos de la recesión que se estaba produciendo, el problema era que los instrumentos de política monetaria que utilizaban usualmente (instrumentos convencionales) no estaban funcionando como deseaban.

A finales del año 2008, en la Zona Euro y los Estados Unidos se llevan a cabo a las políticas monetarias no convencionales, cuyo objetivo es influir en el largo plazo (las políticas convencionales actúan en los tipos de interés a corto) en las cuales se puede ver grandes diferencias en estos dos bancos. La causa de las diferencias está en la estructura de los bancos: en la zona Euro las entidades financieras y los bancos son los

que tienen una relación financiera con los compradores y ahorradores, sin embargo, en Estados Unidos ese papel lo tienen los mercados financieros.

La Reserva Federal puso en marcha el programa Term Asset Backed Securities Long Facility o denominado por sus siglas TALF que permitía aumentar liquidez para financiar a empresas y compradores. Más adelante, este banco central para disminuir los tipos de interés de los préstamos a largo plazo, adquirió gran parte de los activos hipotecarios de bancos y empresas vinculadas al sector inmobiliario para liberar el mercado financiero. A partir del año 2009 la Fed decidió comprar una gran cantidad de bonos de deuda a largo plazo (instrumento denominado QE), como medida de rescate financiero. La Reserva Federal al adquirir una gran cantidad de estos bonos, aumenta el flujo de dinero en el mercado bancario, provocando disminución de intereses para incentivar el consumo y disminuir las tasas de paro. A través de esta herramienta la Fed se estableció como el agente más importante del mercado. (Celia Álvarez, 2015)

Por otra parte, la Unión Europea, en el año 2009 emite el programa de “covered bonds” o la adquisición activos financieros para mejorar la situación de liquidez en el mercado financiero. Entre estos activos se encuentran las cédulas hipotecarias españolas. (Celia Álvarez, 2015)

En este mismo año, parecía que los instrumentos no convencionales utilizados por el BCE estaban mejorando la economía hasta que en el año 2010 estalló la crisis fiscal griega, la cual produjo una debilitación de los mercados europeos y el euro. Durante los años anteriores a la crisis, Grecia gastó mucho más dinero del que produjo y financiaba estos gastos a través de préstamos que solicitaba. Además de estos gastos tan elevados, las políticas fiscales eran muy laxas y había una situación de evasión fiscal, por lo tanto, cuando comenzó la crisis del 2008, su acceso al crédito disminuyó y no pudo hacer frente a sus obligaciones de pago.

En este momento apareció uno de los mayores problemas del BCE y una de las mayores diferencias con los demás bancos centrales. Según la regulación de la política monetaria europea, el BCE no puede comprar deuda pública a ningún Estado de la Eurozona, por criterios de igualdad. Por este motivo, cuando Grecia no pudo hacer frente a su deuda, se produjo una situación de desconfianza en los mercados. Esta

situación de incertidumbre se trasladó a otros países de la Eurozona, específicamente a los denominados “PIIGS” (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España) en los que la situación de deuda pública era similar a la del país griego. Los inversionistas no querían invertir en países endeudados que además no estaban respaldados por un banco central y supuso una desestabilización de la moneda y creó desigualdades entre los países de la Unión monetaria.

El BCE para solucionar esta situación en los PIIGS, puso en marcha en el año 2010 el programa “Securities Market Program” que suponía la adquisición de bonos de deuda en los mercados secundarios con plazo desde uno a tres años. Aunque esta medida se tradujo en la disminución de las primas de riesgo, fue duramente criticada por la intervención del BCE sin aparecer dentro de sus competencias.

Desde el año 2010 hasta el año 2014 la Reserva Federal para poder continuar con sus programas de adquisición de activos denominados Quantitative Easing 2 y 3, decidieron aumentar la base monetaria del país para poder hacer frente a estas adquisiciones.

El BCE en el año 2015 decidió realizar las políticas de compra de activos similares a las desarrolladas en Estados Unidos en el párrafo anterior. Las denominó Asset Purchase Programmes o APP y se enfocaron a la adquisición de bonos. Este programa tenía la finalidad de aumentar la liquidez de las entidades financieras y la depreciación de la moneda para aumentar las exportaciones y el resultado de la balanza comercial.

Para concluir, hemos podido observar que durante un periodo de tiempo las políticas monetarias de estos bancos no han sido iguales ni en la aplicación ni en el periodo de actuación. Tanto el BCE, la Fed y el BOJ han recibido duras críticas durante estos años de crisis, no sólo por la permisividad y las políticas de tasas de interés bajas por un periodo prolongado que favoreció una gran crisis, sino también por las actuaciones durante la crisis como la intervención de los mercados monetarios y las devaluaciones de las respectivas monedas.

6.2 Recesión económica causada por el COVID-19

En el año 2019, comenzaron a producirse una serie de casos de enfermos con una neumonía que no era conocida en una ciudad de China llamada Wuhan. Este virus comenzó a propagarse muy rápidamente por el resto del mundo durante los primeros meses del año 2020. Este virus llamado COVID-19 tiene una gran rapidez de propagación y presionó a los gobiernos a establecer cuarentenas con el objetivo de frenar contagios y evitar mayores consecuencias sociales y económicas.

Estas cuarentenas supusieron una restricción para la producción, los trabajadores no podían acudir a trabajar por las restricciones sociales, la población sólo podía comprar en los supermercados y farmacias, es decir, los productos básicos y necesarios para el día a día. El crecimiento económico a nivel mundial se paralizó durante el primer semestre de 2020. La escasa producción estaba provocando una escasez de oferta, estaba generando desempleo y creando un estancamiento económico peligroso.

La causa de esta recesión es exógena a la economía, pero afectó a la mayoría de los sectores y a todos los países. Ningún Banco Central, gobiernos o economías estaban preparados para la situación que iba a provocar una pandemia como la del COVID-19. Esta situación requería que los países tomaran las medidas necesarias de una forma rápida para actuar con una rapidez similar al virus, pero teniendo en cuenta las modificaciones necesarias en el largo plazo.

En el caso de la zona Euro, las decisiones que tuvo que tomar el BCE fueron complejas. Cada país tenía una situación distinta, tanto por los casos de COVID-19 como por la situación económica. Algunos países querían que se unificase la deuda y fuese respaldada por el BCE, pero otros no estaban de acuerdo. Esta situación de recesión afectaba a algunos más que a otros, en países como España, Italia o Grecia había un riesgo real de que aumentase la prima de riesgo y se produjesen graves riesgos financieros.

El BCE decidió aplicar unas políticas monetarias expansivas y de supervisión bancaria, disminuyendo los tipos de interés para facilitar la financiación y disminuir el

coste de los préstamos para apoyar a las empresas y ciudadanos. También aumentó la facilidad de préstamo que podían ser solicitados por los bancos, para que estos a su vez pudieran satisfacer las necesidades de financiación que requerían las empresas afectadas por la escasez de producción.

Europa lleva desde 2014 con programas de compras de activos y ante esta situación decidieron crear el PEPP o Pandemic Emergency Purchase Programme, otro programa para la adquisición de activos públicos y privados que permite tiempos más flexibles para combatir la crisis de la pandemia. Este programa finalizó en marzo de 2022 y alcanzó los 1850 millones de euros (Ministerio de Hacienda). Además, en 2020, aprobó un plan de recuperación llamado Next Generation que cuenta con 750.000 millones de Euros, con todos los países miembros para poder hacer frente a las consecuencias económicas causadas por el COVID-19.

En el caso de Estados Unidos, uno de los países con mayor número de casos de COVID-19, la Fed en 2020, debido a la situación económica, decidió bajar los tipos de interés de referencia cerca del 0% para proteger y asegurar el funcionamiento del sistema financiero. Además, inyectó liquidez a la economía de 700.000 millones de dólares que utilizó para la adquisición de deuda pública y deuda hipotecaria respaldado por el país. Otras medidas fueron la ampliación de los plazos de devolución de los préstamos de emergencias para entidades financieras y la ampliación de liquidez en dólares que favorece a otros bancos, especialmente a los que cuentan con más reservas en dólares, como Japón y Europa. (Federal Reserve, 2020)

Las medidas de política monetaria que adoptó el Banco de Japón, resultaron similares a las del BCE y la Fed expuestas anteriormente. A mediados de 2020 bajó los tipos de interés de referencia a corto plazo en niveles negativos y los rendimientos de los bonos del gobierno en el largo plazo en el 0%. Además, aprobó programas de créditos y liquidez sin costes para apoyar a las empresas (El País, 2020). A pesar de estas medidas de tipos de intereses muy bajos en el año 2022, la devaluación del yen había aumentado. Japón es un país muy dependiente de las importaciones de fuentes de energía y materias primas lo que le hizo muy susceptible a esta recesión. (Kihara y Leussink, 2022)

Para concluir, en febrero de 2022, comenzó la guerra en Ucrania. Cuando ocurrió este suceso los países aún se estaban recuperando de la recesión causada a raíz de la Pandemia. Este conflicto ha ocasionado una serie de problemas de abastecimiento para Europa y el resto de países, sobre todo de productos energéticos. Esta situación ha provocado un aumento generalizado de los precios de los productos causando inflación. Aún no podemos hablar de los resultados de las medidas de política monetaria que están realizando los bancos centrales, debido a la proximidad temporal y a que podamos tener una perspectiva más amplia que nos permita analizar las consecuencias que vivimos en la actualidad.

7. Conclusiones

Los bancos centrales son las autoridades monetarias de las diferentes áreas y zonas geográficas. En este trabajo se han desarrollado, explicado y analizado las políticas e instrumentos que han utilizado el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco de Japón. Se han comparado las actuaciones durante la crisis financiera acontecida en el 2008 y la recesión causada a raíz del COVID-19.

La economía es cíclica y no es estable. Por este motivo las autoridades monetarias cuentan con las políticas económicas para poder regular la economía y evitar grandes recesiones o crisis. La política económica cuenta con dos herramientas que actúan en el corto plazo. Estas políticas de demanda son: la política fiscal, que actúa sobre la demanda a través de los gastos e ingresos públicos y la política monetaria mediante los tipos de interés.

Los bancos centrales de estos tres países han actuado de formas similares, pero sus medidas y la utilización de instrumentos de política monetaria han tenido diferentes resultados en cada una de las diferentes economías. Estas diferencias se deben principalmente a la situación en la que se encontraba cada país y la estructura de los bancos centrales para aplicarlas.

En el caso del BCE, es una institución cuenta con unas peculiaridades distintas al resto de bancos. Los países que lo forman, a pesar de que deben de seguir los criterios de Maastricht y las directrices del banco, sus economías son muy diferentes, por este motivo, desde su creación muchas voces críticas pronosticaron su fracaso. La crisis del 2008 fue uno de los mayores desafíos para esta unión monetaria, sus principales objetivos como la estabilidad de precios o el bienestar económico se vieron frustrados por la burbuja inmobiliaria y crisis financiera producida por la falta de regulación y políticas laxas de las instituciones monetarias. Esta crisis financiera resultó más perjudicial para los denominados PIIGS. Una de las causas que incentivaron una peor situación de estos países, fue la utilización de los mismos tipos de interés por parte del BCE sin tener en cuenta que para los países como España o Grecia que tenían una alta inflación, unos tipos bajos de interés incentivaron la excesiva expansión del mercado inmobiliario, que más tarde produciría un colapso.

La crisis de 2011 de deuda soberana de Grecia también puso a prueba la estabilidad de la Unión Monetaria, así como las desigualdades entre países. El BCE tardó mucho en actuar por su principio de no adquisición de títulos de deuda soberana, pero tuvo que comprar la deuda para el control de la moneda, los mercados y evitando el pánico financiero.

La Reserva Federal en la actualidad es el Banco Central más importante del mundo. Es una de las economías con mayor desarrollo financiero y su banco tiene una gran capacidad de aplicación de políticas e instrumento. Además, la moneda que regulan y controlan es utilizada para los tipos de cambio y tiene una solidez mayor que cualquier otra divisa. A pesar de contar con estos atributos, la Reserva Federal tardó en actuar y tomar medidas más que otros bancos centrales en la crisis de 2008, pero a pesar de esto, tuvo una gran recuperación económica sobre todo con el uso de medidas de apoyo a la liquidez y la compra de títulos deudas cuando los niveles de deuda soberana comenzaron a incrementar.

Por otro lado, el Banco de Japón en la década de 1990 sufrió una crisis financiera causada por una burbuja inmobiliaria y después de deuda pública de la cual aún no se había recuperado cuando surgió la crisis del 2008. Por estos motivos, a pesar de las grandes inyecciones de liquidez que realizó el BOJ, la economía de Japón ha resultado un poco debilitada desde estas últimas décadas y su recuperación económica ha sido más lenta.

En los 2 últimos años, estos países han logrado luchar contra la pandemia y realizar políticas de apoyo a la liquidez para fomentar el consumo y la inversión, después de la paralización de la economía, bancos como el BCE en 2021 lanzaron un programa de financiación a los diferentes países que forman la Zona Euro llamado Fondos Next Generation con un valor de 750.000 millones de euros para poder reparar los daños económicos causados por la pandemia. A pesar de esta gran ayuda, en 2022 la situación en Europa cambió a partir de la guerra de Ucrania, la cual perjudicó la economía por la dependencia de Europa respecto a las fuentes de energía de Rusia y Ucrania. El encarecimiento de los precios energéticos ha producido una situación de inflación generalizada.

8. Bibliografía

Álvarez Delgado, C. (Mayo de 2015) Análisis comparativo de las medidas del BCE y la FED ante la crisis económica del 2008. [Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia de Comillas]. <https://bit.ly/43m52L6>

Amadeo K. (09 de mayo, 2021). Monitarism explained. *The balance*. <https://bit.ly/3JnvfyY>

Aparicio Merino, A. (Julio de 2017). *La política monetaria del BCE ante la crisis financiera internacional*. [Trabajo de Fin de Grado, Universidad de Valladolid]. <https://bit.ly/43fLwQd>

Ávila, S. (Marzo de 2023). ¿Qué es la Reserva Federal? ¿Cómo actúa ante inflación y crisis? IG. <https://bit.ly/3PKYqCO>

Banco Central Europeo. (Mayo de 2011) *La política monetaria del BCE*. <https://bit.ly/3O1Jcb8>

Banco Central Europeo. Cinco cosas que debe saber acerca del Tratado de Maastricht. <https://bit.ly/43Q1kdf>

Banco Central Europeo. (Septiembre de 1998). La política monetaria única en la tercera etapa. <https://bit.ly/46Fl45B>

Banco de España. ¿Cuáles son los nuevos instrumentos del BCE? <https://bit.ly/465dZuN>

Banco de España. ¿Qué son los agregados monetarios? <https://bit.ly/3XID6FK>

Banco de España. *El SEBC, el Eurosistema, el BCE y los bancos centrales nacionales*. <https://bit.ly/3JKKu7V>

Banco de España. Los criterios de convergencia. <https://bit.ly/46aVDIL>

Banco N26. (Agosto de 2022). *Deflación: qué significa y cómo afecta a tu economía*. <https://bit.ly/3O0Ygpm>

Banco Santander. *¿Qué es la deflación?* <https://bit.ly/3NH7shg>

Brand, A.M.; Gómez, M.E.; Seijas, D. y Collele, F. (Diciembre de 2011). El Monetarismo. *Universidad de Carabobo*. <https://bit.ly/43biu4b>

Bustelo, P. (Abril de 2009). El decenio perdido de Japón (1992-2003): ¿qué enseñanzas para la crisis actual? *Real Instituto Elcano*. <https://bit.ly/44vEZSn>

CaixaBank Research. (Febrero de 2013). Política monetaria no convencional: una historia (inconclusa) de éxito (limitado). <https://bit.ly/46PxKHd>

Capitaria. *¿Cómo funciona la política monetaria de la Fed?* <https://bit.ly/3NG80En>

Caruana de las Cagigas, L. Monetarismo. Expansión. <https://bit.ly/44a1NB>

Ceballos Hornero, A. y Ceballos Hornero, D. Oferta Monetaria: El Tiempo de la Moneda. *Universidad de Barcelona*. <https://bit.ly/43ceW1t>

Chamizo, H. (06 de noviembre, 2021). En qué consisten los agregados monetarios y por qué son de gran importancia. *Business Insider*. <https://bit.ly/3PkJeMy>

Comunidad de Madrid. *Treinta años caminando juntos en Europa*. <https://bit.ly/3PRvuJ4>

Consejo Europeo y Consejo de la Unión Europea. Condiciones para ingresar en la zona del euro: criterios de convergencia. <https://www.consilium.europa.eu/>. <https://bit.ly/3PmpZ5a>

Council of Europe. (2022). Yerevan. Council of Europe: About the Council in Europe—Overview. Recuperado el 30 de noviembre de 2022: <https://bit.ly/3Vpr8sT>

Council of the European Union, (2020). The Member States of the European Union, Publications Office. <https://bit.ly/44pgkZ4>

De La Cruz, I. (Mayo de 2023). Qué es la inflación y qué tipos de inflación hay. *Investing*. <https://bit.ly/3XKWbkU>

Delgado, D. (Diciembre de 2019). Lehman Brothers en quiebra: la sombra de Wall Street es alargada. *Muy interesante*. <https://bit.ly/3JL5fQU>

Diario Oficial de la Unión Europea. *Artículo 127*. Eur-lex. <https://bit.ly/3NG9Ncz>

Dornbusch, R. y Fischer, S. (1988). *Macroeconomía*. Madrid: McGraw-Hill.

Economía para el 99%. (Marzo de 2016). Valor del pan durante hiperinflación (1923). <https://bit.ly/3JlrmT>

EFE. (Junio de 2020). El Banco de Japón amplía hasta los 900.000 millones su programa de créditos a empresas. *CincoDías*. <https://bit.ly/3O0AJF9>

El Economista. *Inflación*. <https://bit.ly/44iGqUQ>

Evobanco. *¿Qué es el modelo de Keynes o Keynesiano?* <https://bit.ly/3Xcekb1>

Evobanco. *¿Qué es la curva de Phillips y qué explica?* <https://bit.ly/3PRk5t4>

Federal Reserve. (Abril de 2023). *Policy Tools*. <https://bit.ly/44bTnQd>

Federal Reserve. (Abril de 2020). Las medidas de la Fed en su lucha contra el COVID-19. Pictet Asset Management. <https://bit.ly/44QpBR1>

Fuhrer, J. & Kodrzycki, Y. & Little, J. & Olivei, G. & Samuelson, P. (2023). *Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy: A Phillips Curve Retrospective*. ResearchGate. <https://bit.ly/3O3zBRa>

Galán Feced, C. (Agosto de 2022). Deflación. *Business Insider*.
<https://bit.ly/46CUqu8>

García Herrero, A. y Martín Machuca C. (2003). La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU. *Banco de España*.
<https://bit.ly/3D1ATG4>

Gutiérrez Andrade, O.W. (2009). Sobre la política económica. *Redalyc*.
<https://bit.ly/3NGAeP9>

Gutiérrez Ventosa, J.F. (24 de mayo, 2013). Los tres pilares de la Unión Europea (1992). La pequeña historia de un estudiante de historia. <https://bit.ly/43Miwkj>

Hablamos de Europa. Los estados miembros. <https://bit.ly/3XH5Zwa>

Harari, J. (Febrero de 2017). I Left Lehman Brothers 80 Days Before It Went Bankrupt. John Harari. <https://bit.ly/449zp8y>

Hurtado Loro, I. (Febrero de 2018). *La situación económica de Japón tras la crisis de principios de los años 1990*. [Trabajo de Fin de Grado, Universidad del País Vasco].
<https://bit.ly/3pEFDhJ>

ING Direct. (Abril de 2022) Estos son los tipos de inflación que hay y así es cómo afectan a nuestra economía. <https://bit.ly/3PHGed6>

Instituto de Estudios Bursátiles. (Septiembre de 2018). Tiempo de conceptos: ¿Qué son las hipotecas subprime? <https://bit.ly/43hIScH>

Jahan S. y Papageorgiou C. (Marzo, 2014). What Is Monetarism? *International Monetary Fund*. <https://bit.ly/3Jm9jqy>

Jiménez, F. (Mayo de 1999). Keynesianismo, monetarismo, nueva macroeconomía “clásica”. Pontificia Universidad Católica de Perú. <https://bit.ly/3O2xTj5>

Kihara, L. Y Leussink, D. (Junio de 2022). El Banco de Japón mantiene los tipos ultrabajos y advierte de las fuertes caídas del yen. *Euronews*. <https://bit.ly/46Djukm>

Krugman, P. Wells, R. (2006). *Introducción a la Economía: Macroeconomía*. Barcelona: Reverté.

Kuroda, H. (Marzo de 2020). Quantitative and Qualitative Monetary Easing: Theory and Practice. *Bank of Japan*. <https://bit.ly/43fNAaV>

Martín Oro, A. (Febrero de 2012). La estocada final a Keynes. *Libertad Digital*. <https://bit.ly/3O28h5N>

Martin Sanjuan, L. (Octubre de 2021). Por qué la crisis del petróleo motivó el cambio horario en Europa. *AS*. <https://bit.ly/3NImfZ0>

Montero, D. (Mayo de 2009). ¿Quién dijo que en España no había subprime? La morosidad de los inmigrantes, al 12,5%. *Idealista*. <https://bit.ly/43exApt>

Friedman, M. y Jacobson Schwartz, A. (1963). *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Internet Archive. <https://bit.ly/3JHNodp>

Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. (2022). *Política económica*. Madrid: Recuperado el 18 de noviembre de 2022 de <https://bit.ly/3VIURws>

Ministerio de asuntos exteriores, Unión Europea y cooperación. (2022). *¿Qué es la Alianza Atlántica, qué es la OTAN?* Recuperado el 28 de noviembre de 2022 de <https://bit.ly/3iqeStp>

Ministerio de Hacienda y Acción Pública. (Abril de 2021). *Banco Central Europeo*. <https://bit.ly/44rn53c>

Mochón, F. (2009). *Introducción a la Macroeconomía*. Madrid: McGraw-Hill.

Navarrete Vela J.P (2012). *Política económica*. <https://bit.ly/43PTgJL>

Ocete Martín, J. (2022). *Política fiscal contractiva y expansiva. INEAF Business School 2022*. Granada <https://bit.ly/3gOjb19>

Open Europe. El proceso de integración monetaria en Europa. <https://bit.ly/3rmPjha>

Ouali Fernández, S. (2018). Políticas monetarias de los principales bancos centrales. [Trabajo de Fin de Grado, Universidad de Valladolid]. <https://bit.ly/46FjOPV>

Parlamento Europeo. (Septiembre, 2022). La política monetaria europea. *Parlamento europeo*: <https://bit.ly/42Hw2nO>

Parlamento Europeo. Fichas temáticas sobre la Unión Europea. *El Banco Central Europeo*. <https://bit.ly/3PJRWUt>

Parlamento Europeo. Los Tratados de Maastricht y Ámsterdam. <https://www.europarl.europa.eu/>. <https://bit.ly/3p5V5TX>

Rodríguez d'Achille, F. y Díez, I. (Julio de 2021). Inflación, ¿Por qué y cuándo es buena o deseable? *El Economista*. <https://bit.ly/3Nz6Qua>

Roig, M. (06 de septiembre, 2007). El BCE inicia una subasta a un día para inyectar liquidez. *Expansión*: <https://bit.ly/3qNrAqm>

Romero López F. (2022). Estudio de la inflación en Europa y Estados Unidos tras la Covid-19. [Trabajo fin de grado, Universidad Pontificia Comillas]. E-Archivo. <https://bit.ly/42O8Zla>

Singular Bank. (2017). Diccionario económico: La mano invisible de Adam Smith. SelfBank. Madrid: Recuperado el 15 de noviembre de 2022 de <https://bit.ly/3H0v8vm>

Singular Bank. (Abril de 2023). Curva de Phillips: Qué es y qué mide. SelfBank. <https://bit.ly/3O4ecaH>

Torres, J. (2013). *Economía Política*. Madrid: Pirámide

Unión Europea. (2022): *Historia de la Unión Europea 1945-50*: Recuperado el 29 de noviembre de 2022, de <https://bit.ly/3B1NfgC>

Universidad Pontificia de Comillas. (Abril de 2011). La política monetaria y fiscal en Europa y EEUU. Un análisis comparativo de sus resultados económicos en tiempos de crisis. [Trabajo de Fin de Grado, U.P. Comillas]. <https://bit.ly/3PEnLy9>

Villacís, J. (2001). *Política Monetaria, Política Fiscal y Comercio Internacional*. Madrid: Dykinson.

Yirepa Economía y Finanzas. La política monetaria. <https://bit.ly/44g68cy>

Zúñiga Leonseguí, N. (Marzo de 2015). Análisis económico de la crisis japonesa: la década perdida. [Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia de Comillas]. <https://bit.ly/3CYKiy2>