FACULTAD DE ECONOMÍA EMPRESA Y TURISMO

TRABAJO DE FIN DE GRADO

EL BANCO CENTRAL EUROPEO Y SU POLÍTICA MONETARIA

Autor: Bencomo Hernández Morales

Tutor: Guillermo Luis Méndez Suárez

Grado: Contabilidad y Finanzas

Curso académico: 2019-2020

Convocatoria: julio 2020

ÍNDICE DE CONTENIDOS:

1. RESUMEN / ABSTRACT 4
2. INTRODUCCIÓN 5
3. ORIGEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO 6
   3.1. La unión económica y monetaria 6
   3.2. Creación del BCE 7
4. ORGANIZACIÓN Y ESTRUCTURA DEL BCE 9
   4.1. Órganos rectores 9
   4.2. Propietarios del BCE 10
   4.3. Independencia y transparencia 13
5. FUNCIONES Y OBJETIVOS DEL BCE 14
   5.1. Objetivos 14
   5.2. Funciones 14
   5.3. Política monetaria 15
6. INSTRUMENTOS CONVENCIONALES 15
   6.1. Operaciones de mercado abierto 16
      6.1.1. Operaciones principales de financiación 16
      6.1.2. Operaciones de financiación a plazo más largo 16
      6.1.3. Operaciones de ajuste 16
      6.1.4. Operaciones estructurales 16
   6.2. Facilidades permanentes 16
   6.3. Reservas mínimas 17
7. INSTRUMENTOS NO CONVENCIONALES 17
   7.1. Evolución en la aplicación de la política monetaria 17
   7.2. Medidas aplicadas 18
8. PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS FINANCIEROS 23
   8.1. Tipología de los programas 23
   8.2. Aprobación de los programas 24
9. CONCLUSIONES 30
10. BIBLIOGRAFÍA 31

Índice de tablas:

1. Participación de los Estados miembros integrados en la zona euro 12

2. Participación de los Estados miembros no integrados en la zona euro 12

3. Tipos de interés de las medidas convencionales 22

4. Resumen de programas de medidas no convencionales 23

Índice de gráficos:

1. Tipos de interés de las operaciones principales de financiación 19

2. Tipos de interés de facilidad de depósito 20

3. Tipos de interés de la facilidad marginal de crédito 21

4. Compras netas mensuales bajo el programa de compra de activos 29

1. RESUMEN

El objetivo de este trabajo es realizar un estudio acerca de la actuación del Banco Central Europeo a lo largo de los años, desde el inicio de sus actividades hasta la actualidad, incidiendo en la situación económica que ha surgido en el continente europeo y profundizando en las decisiones que el BCE ha tomado y los instrumentos que ha necesitado usar a lo largo de los años para conseguir su objetivo de mantener los precios estables y conseguir la tranquilidad económica en toda la zona euro.

Dentro de este periodo, destacaremos las consecuencias de la crisis financiera del 2008 a la hora de estudiar el funcionamiento del BCE y de las medidas implantadas, cuyo objetivo fue reducir los graves efectos que causó dicha crisis, y así concluir cómo cada decisión que se tomó en esos momentos intentaba reducir los efectos durante los años posteriores, para conseguir la recuperación económica. Por último, y debido a la actual situación de crisis que vivimos, causada por el COVID-19, destacaremos las decisiones que se han tomado como medida para hacer frente a los problemas que causará la difícil situación que estamos viviendo.

Palabras claves: Política monetaria, inflación, estabilidad de precios, Banco Central Europeo (BCE)

1. ABSTRACT

The objective of this work is to do a study about the European Central Bank over the years from the beginning of its activities to the present, like the economic situation in the european area and deepen the decisions it has taken and the instruments thy have needed to use over the years to achieve their goals of price stability and get economic peace across the eurozone.

Within this period we will highlight the consequences of the 2008 financial crisis at the time studying the operation of the ECB and the measures implemented with which they have aimed to reduce the serious effects of the crisis,and see how every decision that was made at the time they tried to reduce those risks in the years that follow to achieve the economic recovery. Finally and because of the current situation we are living caused by COVID-19 we will highlight the decisions that have been taken as a measure to address the problems that will cause the difficult situation we are experiencing.

Keywords: Monetary policy, inflation, price stability, European Central Bank (ECB)

2. INTRODUCCIÓN

El Banco Central Europeo es el banco de los 19 países que han adoptado el euro como su moneda oficial y que, junto con los bancos centrales nacionales, constituyen el Eurosistema. El objetivo principal que se marca el BCE es mantener la estabilidad de precios en toda la eurozona y ser capaces de mantener el poder adquisitivo de todos los ciudadanos; también se hace cargo de asegurar la solidez del sistema bancario y la estabilidad financiera de toda la Unión Europea. El SEBC está compuesto tanto por el BCE como por los bancos centrales nacionales de todos los países de la UE, y sirve de soporte para conseguir los objetivos propuestos.

El Banco Central Europeo es el organismo encargado de supervisar a toda la zona euro, y a todos los países que componen la Unión Europea, donde según lo establecido en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en el que pondrán todo su esfuerzo con el fin de conseguir los objetivos tanto de progreso económico y social como el mantenimiento de estabilidad de precios, con la ayuda del SEBC y los bancos centrales nacionales. Para alcanzar este objetivo a través de las decisiones de política monetaria se requiere mantener el nivel de inflación por debajo al 2%, para que no se produzca ninguna grave variación de la inflación en un periodo largo de tiempo y con el fin de preservar el valor del euro y dar tranquilidad económica a los ciudadanos para el futuro.

La política monetaria es la herramienta más importante que tiene el BCE para conseguir este objetivo; para ello, introduce una serie de instrumentos cuyo propósito es alterar los tipos de interés y el tipo de dinero en circulación con el fin de afectar y mantener la inflación en los límites establecidos. En este punto, el BCE entra en juego como un organismo independiente tomando las decisiones necesarias para conseguir su objetivo. Durante la crisis financiera que comenzó en 2008, el objetivo se vio amenazado, por lo que decidieron a través de los instrumentos de política monetaria, implantar una serie de medidas convencionales y no convencionales todavía se mantienen para frenar los efectos económicos de la crisis, como fueron la reducción de tipos de interés o la compra masiva de bonos.

La crisis sanitaria en la que nos encontramos actualmente y los problemas económicos que traerá consigo, el BCE ha tenido que mantener y ampliar la cuantía de los instrumentos implantados en años anteriores, a la vez que introduce nuevos programas de compra de activos bastante agresivos para reactivar la economía e intentar paliar los efectos económicos causados por la pandemia.

3. CREACIÓN DEL BCE Y LA UNIÓN MONETARIA

En los siguientes apartados me dispongo a explicar la historia de la Unión Económica y Monetaria (UEM), Unión Europea y del BCE; los pasos que se siguieron antes de que se creara; cuáles fueron las decisiones que se tomaron hasta que se creó el BCE, y la situación en que se encontraban en los años en los que se tomaban las decisiones. Terminaré este punto hablando de las condiciones que requiere el BCE y que tienen que cumplir los países para poder integrarse en la eurozona.

3.1 LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

En 1951 seis países, Francia, Bélgica, Luxemburgo, Alemania, Italia y Países Bajos, firmaron el tratado de París en el que se creaba la Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Pasados unos años, en 1957, se creó a través del Tratado de Roma, la Comunidad Económica Europea (CEE) con el objetivo de conseguir la integración y el crecimiento económico a través del comercio, y en el que se creó un mercado común para la libre circulación de personas, servicios, mercancías y capitales. Años después, en 1969, en la llamada cumbre de La Haya, se propuso una moneda única y 2 años más tarde se realizó un informe con el objetivo de crear una unión monetaria en un plazo de diez años que se llamaría la Unión Económica y Monetaria (UEM) en la que su principal objetivo era la completa liberalización de movimientos de capital, convertibilidad de las monedas de todos los estados miembros y fijar los tipos de cambio. Finalmente, un año más tarde, Estados Unidos devaluó el dólar con lo que se desencadenó una crisis petrolífera y una grave inestabilidad en las monedas extranjeras que produjo que este plan no tuviese éxito. En 1972 con las dificultades que se generaban con un mercado común, se creó la llamada Serpiente Monetaria Europea en sustitución de la Unión Monetaria. Desde su creación, hasta siete años más tarde, se implantaron muchos tipos de cambio y algunos de los países que lo componían acabaron por abandonar el sistema, aunque transcurrido un tiempo se volverían a integrar. En 1979, en la Cumbre de Bruselas se creó el Sistema Monetario Europeo (SME) que perseguía implementar una zona de estabilidad monetaria y se caracterizaba por mantener los tipos de cambio fijos pero modificables y para ello se utilizaba un mecanismo denominado MTC I (Mecanismo de tipos de cambio). Durante esos años se retomó el proyecto de la Unión Económica y Monetaria, y se creó la unidad monetaria europea (ECU, European Currency Unit) que resultó, para la época, un proyecto novedoso aunque era solo una moneda virtual.

En 1986 se firmó el Acta Única Europea por los estados miembros del Sistema Monetario Europeo, que produjo los primeros cambios significativos en el Tratado de Roma; su objetivo era crear un único mercado interno que se haría efectivo en 1993, que se basaría en la libre circulación de bienes, servicios, personas y capitales sin que tuviera barreras no arancelarias. En

1988 se crearon unas bases para redactar el Tratado de Maastricht en el que se detallaba un proceso de tres fases hacia la Unión Económica y Monetaria.

El Tratado de Maastricht (Tratado de la Unión Europea) fue firmado por 12 países el 7 de febrero de 1992, y entró en vigor el 1 de noviembre de 1993 cuando quedó oficialmente creada la Unión Europea. Se caracterizó por aplicar la moneda única (el Euro) cuya idea había aparecido por primera vez en los años sesenta pero debido a la inestabilidad económica se suspendió el proyecto; a su vez, consiguió la coordinación entre los países para la libre circulación de los ciudadanos y residencia en los distintos países de la Unión Europea, establecieron la llamada política exterior y se acordaron normas judiciales comunes en el ámbito penal en todo el territorio europeo.

El Tratado también sirvió para establecer los criterios de funcionamiento del Banco Central Europeo (BCE) y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y se inició un proceso de tres fases que los países debían seguir para poder integrarse en la Unión Europea.

La primera fase se caracterizaba por la cooperación entre bancos centrales y se inició en julio de 1990 con la libre circulación de capitales en la UE.

La segunda fase tuvo un paso previo en 1992, cuando se firmó el Tratado de Maastricht en el que se sentaron las bases para poder crear la Unión Económica y Monetaria y que indicaba el comienzo de la segunda fase en 1994, con el que se perseguía la convergencia de las políticas económicas de los países de la UE y la creación de instituciones y procedimientos necesarios; en el tratado se explicaban los requisitos de convergencia que debían conseguir los estados miembro para poder adoptar la moneda única (el Euro); para ello los bancos centrales nacionales debían declararse independientes. En 1994 se creó el Instituto Monetario Europeo (IME), justo en ese momento inició sus actividades en su sede en Frankfort, que realizó todos los trabajos necesarios por el cual permitió al BCE iniciar la política monetaria posteriormente.

3.2 CREACIÓN DEL BCE

Finalmente, en 1998, tanto los jefes de estado y de gobierno, y ministros de economía tuvieron una reunión en Bruselas para determinar qué países habían conseguido cumplir los requisitos necesarios de convergencia y poder participar en la Unión Monetaria. El 1 de junio de 1998 se fundó el Banco Central Europeo (BCE) que sustituyó al Instituto Monetario Europeo, y su sede pasó a ser ocupada por el propio BCE. El BCE, junto con los bancos centrales de los Estados miembros, crearon el Sistema Europeo de Bancos Centrales

(SEBC), y finalmente, en diciembre de 1998, nació el euro quedando fijado el tipo de cambio de las monedas.

En 1999, coincidiendo con el inicio de las actividades del BCE, se inició la tercera fase creándose la moneda única (el Euro), aunque tardó tres años en entrar en circulación como la moneda de todos los ciudadanos, puesto que hasta ese momento el euro solo estaba en circulación en bancos, empresas y mercados financieros por lo que se tuvo que esperar hasta 2002 para que toda la población de la Unión Europea pudiese empezar a utilizar una moneda común.

Aunque las dos primeras fases ya han terminado, la tercera fase aún está en funcionamiento, de acuerdo con lo establecido. Todos los Estados miembro deben cumplir los requisitos de la tercera fase y por lo tanto adoptar el euro, pero hay algunos países que aún no han alcanzado las medidas requeridas de convergencia, y eso hace que dichos países temporalmente no estén obligados a participar en la tercera fase hasta que adopten todas las medidas obligatorias. De todos estos países hay una excepción que es Dinamarca que notificó su intención de no adoptar el euro, y se acogió a una exención existente de acuerdo a la participación en la UEM, aunque tiene el derecho de renunciar a dicha exención y pueda participar en la tercera fase. En la actualidad de los 27 países de la UE, 19 se han reincorporado a la tercera fase y por lo tanto han adoptado el euro como moneda única.

Los requisitos de convergencia establecidos por el BCE y que deben seguir los países que quieran integrarse son los siguientes:

El primer requisito y más importante, que debe cumplir cualquier país para integrarse a la zona euro es pertenecer a la UE, adoptando el euro como su moneda oficial. De los 8 países restantes que no tienen el euro como su moneda oficial, con la excepción de Dinamarca, se han comprometido para implementar el euro, para el cual deben seguir una serie de requisitos que vienen establecidos en el tratado de funcionamiento de la UE.

Para poder cumplir los criterios deben cumplir un alto compromiso de convergencia que requiere poder seguir el ritmo económico que tienen los 19 países que ya son parte de la zona euro; para ello se tienen en cuenta los siguientes factores[1]: la inflación, la deuda pública, los tipos de cambio y los tipos de interés a largo plazo.

- Inflación: Para el correcto funcionamiento de la economía se debe alcanzar la estabilidad de precios, y no deben subir de manera elevada en un

[1] BCE; "¿Qué condiciones debe cumplir un país para integrarse en la Unión Europea?", (23 de mayo de 2018, actualizado el 27 de 2020) Criterios de convergencia económica. https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/join_the_euro_area.es.html

periodo corto de tiempo: para ello entra en el esquema la inflación, que son los cambios en los precios en el transcurso del tiempo. El BCE considera que un país mantiene los precios estables cuando en el transcurso del tiempo su tasa media de inflación no supera en 1.5% la de los tres países miembros con mejor media de tasa de inflación en el último año.

- Deuda pública: Según el tratado citado anteriormente, un país miembro tiene una situación económicamente sostenible si se cumplen dos factores mediante los cuales se requiere garantizar su propia sostenibilidad para que cada país pueda hacer frente a sus deudas: primero, que el gasto público no sea mayor a los ingresos, y segundo, que la deuda pública total del país no supere el 60% de su producto interior bruto (PIB).

- Tipos de cambio: Igual que se pretende mantener dentro de la zona euro los precios estables, cada país quiere conseguir que los tipos de cambio sean estables; esto es una medida importante dentro de cada país sobre todo para los empresarios que pueden con esta medida, planificar su futuro confiando en que no se produzca ninguna variación excesiva de los precios. Los tipos de cambio se mantienen estables cuando se mantienen entre las llamadas barreras de fluctuación que establece el Mecanismo Europeo de Tipos de Cambio (MTC) durante los dos años anteriores.

- Tipo de interés a largo plazo: Para cumplir este requisito se debe conseguir que en cada país perteneciente a la zona euro el tipo de interés no debe superar un 2% a los tres países con mejor tipo de interés durante un plazo de un año de anterioridad.

4. ORGANIZACIÓN Y ESTRUCTURA DEL BCE

4.1 ÓRGANOS RECTORES

El BCE está representado en todas sus reuniones internacionales y de la UE por el presidente. Actualmente ocupa este cargo, desde septiembre de 2019, la presidenta Christine Lagarde; además cuenta con tres organismos: el Consejo de Gobierno es el principal órgano rector, acompañado del Comité Ejecutivo y del Consejo General.

- El **Consejo de Gobierno** es el principal órgano de toma de decisiones del BCE y está formado por los 19 gobernadores de los bancos centrales nacionales de la eurozona, más los miembros del comité ejecutivo. En el seno de este consejo se realizan las reuniones oficiales dos veces al mes y cada seis semanas lanzan un comunicado haciendo una valoración de la evolución económica, y las decisiones tomadas en relación a la política monetaria.
- El **Comité Ejecutivo** se encarga de controlar el funcionamiento diario del BCE, y está compuesto por el presidente y vicepresidente del BCE, además

de otros cuatro miembros que son elegidos por los responsables de los países de la zona euro, y que tienen un mandato de 8 años.

- El **Consejo General** que se encarga de la coordinación de la eurozona, y está formado por el presidente y vicepresidente del BCE, además de los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los 27 Estados miembros de la UE.

4.2 PROPIETARIOS DEL BCE

El BCE está compuesto por el conjunto de todos los bancos centrales nacionales de los países miembros de la UE, al que todos estos bancos centrales nacionales han contribuido con una determinada cantidad de dinero que ayuda al Banco Central Europeo a ser capaz de lograr sus objetivos y mantener la estabilidad de precios.

La cantidad de dinero que cada banco central aporta se determina a través de la llamada clave de capital[2], que es la cantidad que paga cada banco central, y se calcula en función de la economía actual de cada país y del tamaño de la población del mismo en relación con el conjunto de los países de la UE. Esta cantidad va variando a lo largo del tiempo, en función del tamaño de la población de cada país, o si cambia la propia economía; se realiza cada 5 años o necesariamente, si cambia el número de países integrantes. A pesar de que unos países aportan más que otros, esto no quiere decir que su opinión tenga más peso en las decisiones que toma el BCE sino que simplemente se basa en que esos países aportan más porque tienen una mayor extensión.

A lo largo de su corta existencia, la clave de capital ha cambiado ocho veces (por norma se realiza cada cinco años) que son las siguientes: el 1 de enero de 2004, el 1 de enero de 2009, el 1 de enero de 2014 y el 1 de enero de 2019; además, se hicieron ajustes el 1 de mayo de 2004 por la incorporación de Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y República Checa, más tarde el 1 de enero de 2007 con el ingreso de Bulgaria y Rumanía, el 1 de julio de 2013 con la entrada de Croacia y por último en febrero de 2020 con la salida de Reino Unido de la UE.

De todos los países dentro de la UE, sólo tienen la obligación de aportar la cuantía total, los países que han adoptado el euro como la moneda oficial; sin embargo, los países miembros que no han adoptado el euro, sino que tienen su propia moneda, deberán pagar solamente una parte proporcional al importe total, que se tasa en el 3,75% actualmente, y en consecuencia estos países no tienen derecho ni a los beneficios que obtenga el BCE, ni tienen la obligación de hacer frente a la pérdidas.

[2] BCE: "¿Quiénes son los propietarios del BCE?" (30 de enero de 2020) https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/who-owns-the-ecb.es.html

En definitiva, esto conlleva que estos bancos centrales nacionales son los propietarios/accionistas del BCE, lo que supone que no tiene ninguna influencia financiera privada que pudiese comprometer la independencia del BCE.

Según el artículo 33.1 y 33.2 del código de la Unión Europea[3] la asignación de beneficios se hará de la siguiente manera:

33.1. Los beneficios netos del BCE se transferirán en el siguiente orden:

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

33.2. Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente en proporción a, y hasta los importes asignados a los bancos centrales nacionales con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5.

Esto requiere que en el caso de que el Banco Central Europeo tenga ganancias, una parte de ese importe se destinará a hacer frente a posibles pérdidas que puedan aparecer en el futuro, y el resto se distribuirá entre los bancos centrales nacionales de los países que han aportado fondos al BCE, y que pueden utilizarlos ya sea para ahorrarlo o emplearlo en su trabajo, aunque normalmente ese dinero se destina a los gobiernos nacionales, aumentando así su presupuesto. Y en el caso de que obtenga pérdidas, el BCE hará uso del dinero obtenido en otros años para cubrirlas, o si no tuviese suficientes fondos pedirá a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes a la zona euro que se hagan responsables del resto de las perdidas con las ganancias distribuidas en años anteriores.

Desde que el BCE inició sus actividades en 1999, en ningún año ha obtenido pérdidas, sufriendo en el año 2010, por causa de la crisis, su cifra más baja de beneficios que al final del ejercicio era de 170.831.395 € y más si lo comparamos con el año anterior que obtuvo 2.253 millones de euros, con lo que se aprecia la caída tan drástica que sufrió a causa de la crisis. A partir de ahí ha ido subiendo la cifra de beneficios hasta situarse en 2.366 millones de euros que registró en diciembre de 2019.

[3] Tratado de la UE (Tratado de Lisboa) del Código de la Unión Europea, Estatuto del BCE y del SEBC.
https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/escbstatutes_es.pdf?44d8b6c3a3b040c2fe254848d68557c0

La última actualización de clave de capital se realizó el 30 de enero de 2020 y los datos muestran que el capital desembolsado del BCE es de 10.825.007.069´61€ de los cuales 7.583.649.493´38€ pertenecen a los bancos centrales nacionales integrados en la zona euro. A continuación se detalla cómo está distribuida de mayor a menor según la aportación de cada país.

Tabla 1: Participación de los Estados miembros integrados en la zona euro

País	clave de capital (%)	capital desembolsado (€)
Alemania	21,4394	1.999.160.134,91 €
Francia	16,6108	1.548.907.579,93 €
Italia	13,8165	1.288.347.435,28 €
España	9,6981	904.318.913,05 €
Países Bajos	4,7662	444.433.941,02 €
Bélgica	2,9630	276.290.916,71 €
Austria	2,3804	221.965.203,55 €
Grecia	2,0117	187.585.027,73 €
Portugal	1,9035	177.495.700,29 €
Finlandia	1,4939	139.301.721,39 €
Irlanda	1,3772	128.419.794,29 €
Eslovaquia	0,9314	86.850.273,32 €
Lituania	0,4707	43.891.371,75 €
Eslovenia	0,3916	36.515.532,56 €
Letonia	0,3169	29.549.980,26 €
Luxemburgo	0,2679	24.980.876,34 €
Estonia	0,2291	21.362.892,01 €
Chipre	0,1750	16.318.228,29 €
Malta	0,0853	7.953.970,70 €
	81,3286	7.583.649.493,38 €

Fuente: Elaboración propia a través de los datos del Banco Nacional de España

Por otra parte, el capital desembolsado de los bancos centrales de los países miembros que no están integrados en la zona euro, según el porcentaje establecido del 3.75%, asciende a 75.794.263´89€.

Tabla 2: Participación de los Estados miembros no integrados en la zona euro.

País	clave de capital (%)	capital desembolsado (€)
Polonia	6,0335	24.492.255,06 €
Suecia	2,9790	12.092.886,02 €
Rumanía	2,8289	11.483.573,44 €
República Checa	1,8794	7.629.194,36 €
Dinamarca	1,7591	7.140.851,23 €
Hungría	1,5488	6.287.164,11 €
Bulgaría	0,9832	3.991.180,11 €
Croacia	0,6595	2.677.159,56 €
	18,6714	75.794.263,89 €

Fuente: Elaboración propia a través de los datos del Banco Nacional de España

4.3 INDEPENDENCIA

Históricamente los bancos centrales nacionales no han sido independientes, aunque con el transcurso de los años y la entrada en escena del BCE, la UE y el euro, se han encaminado hacia la independencia, con la necesidad de distinguir el peligro de las posibles influencias políticas que puedan aparecer en las decisiones de política monetaria. Desde el momento en el que comenzaron las actividades del BCE hasta la actualidad se ha visto claramente que con la independencia de los bancos centrales, se ha conseguido el objetivo de mantener las cifras de inflación bajas.

Gracias a la independencia del BCE, los bancos centrales son capaces de crear con más facilidad las condiciones para mantener la economía estable. En este sentido, si los bancos centrales tuviesen el inconveniente de no ser entidades independientes, sería un problema a la hora de realizar sus actividades, y tomar las decisiones, ya que los bancos estarían en manos de los gobiernos de los países y esto podría ser perjudicial para la economía debido a que tendrían la capacidad de cambiar los tipos de interés a su antojo para beneficiarse, y supondría que podrían usar el dinero de los bancos para financiar cualquier actividad en la que lo requieran, por lo que la razón primordial por la que el BCE se creó como una institución independiente fue con el fin de garantizar el bienestar económico de los ciudadanos y mantener la estabilidad de precios en la zona euro.

La idea que tiene el BCE de organismo independiente es evitar cualquier interés político; por ello la independencia se basa en estos cinco pilares[4]:

- Independencia institucional: Según el BCE, este pilar fundamental lo que explica es que ningún estado miembro, como ningún organismo podrán influir en el BCE, así como tampoco podrán recibir instrucciones de ninguno de ellos a la hora de tomar las decisiones y de ejercer sus funciones.
- Independencia personal: La independencia personal permite a los miembros del Comité Ejecutivo del BCE la capacidad de poder tomar decisiones de forma objetiva sin ninguna influencia del exterior.
- Independencia funcional y operativa: el BCE puede hacer uso de cualquier competencia que necesite con el fin de garantizar su principal objetivo de conseguir la estabilidad de precios, por eso mismo con las restricciones que tienen han de ser capaces de financiar el sector privado y evitar influencias de las entidades públicas.
- Independencia financiera y organizativa: tanto los bancos nacionales como el propio BCE, reciben sus propios ingresos y sus propios recursos

[4] BCE; "¿Por qué es independiente el BCE?", (12 de enero de 2017). https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/ecb_independent.es.html

financieros, con lo que tienen la capacidad de organizarse estructuralmente de la forma más conveniente para alcanzar sus objetivos.

- Independencia legal: en el marco jurídico, el BCE tiene personalidad jurídica propia lo que le supone mantener su independencia en caso de que lo necesite.

5. FUNCIONES Y OBJETIVOS DEL BCE

5.1 OBJETIVOS

Según el artículo 127 del Tratado de Funcionamiento[5] de la UE, el objetivo principal que persigue el BCE es mantener la estabilidad de precios en toda la zona euro, y continúa, "*sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará a las políticas económicas con el fin de ayudar a conseguir todos los objetivos establecidos en el artículo 3 del tratado de la UE*".

Aparte del objetivo prioritario de la estabilidad de precios, la UE tiene otros objetivos importantes establecidos en el artículo 3 del tratado de la UE, que es la sostenibilidad de Europa, apoyado en el crecimiento económico y equilibrado y una economía de mercado altamente competitiva, con el objetivo de crear empleo y progreso social; por lo que la estabilidad de precios, aparte de ser el objetivo principal, constituye un conjunto de objetivos de la UE, y siendo la principal herramienta que puede aportar la política monetaria para crear un clima económico favorable y de desarrollo.

5.2 FUNCIONES

Las funciones del BCE vienen establecidas en el artículo 127, apartado 2, del Tratado de Funcionamiento de la UE, que se realizan a través del SEBC, y que son las siguientes: definir y ejecutar la política monetaria de la UE, gestionar las operaciones de divisas en la eurozona, poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los estados miembros y garantizar la seguridad y buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

Por otro lado, el BCE tiene otras funciones que no están recogidas en este artículo, pero que son fundamentales para el correcto funcionamiento del BCE, que son: la capacidad y el derecho absoluto para la emisión de billetes en toda la eurozona, mantener relaciones dentro de la UE e internacionalmente fuera de la UE, con otras instituciones y organismos acerca de la situación económica y financiera mundial con el fin cambiar puntos de vista, conocimientos y explicar sus decisiones de política monetaria, y por último supervisa tanto el sector bancario como otros sectores financieros de la UE con

[5] "Tratado de funcionamiento de la Unión Europea" https://www.boe.es/doue/2010/083/Z00047-00199.pdf

lo que comprueba el buen funcionamiento del sistema financiero de la eurozona.

5.3 POLÍTICA MONETARIA

El principal objetivo del BCE, citado anteriormente es, mantener la estabilidad de precios y mantener la inflación por debajo del 2% anual; para ello emplea la política monetaria, que marca el camino a seguir y constituye su marco operativo, por lo que para alcanzar su objetivo toma una serie de decisiones a través de la actuación de política monetaria y la utilización de los instrumentos. Para ello toma tanto una serie de medidas convencionales como no convencionales, es decir, el papel fundamental del BCE es actuar a través de la política monetaria sobre los tipos de interés tanto para el mantenimiento de los precios estables como mantener la inflación ligeramente por debajo del 2%. Esto supone que si el crecimiento se estanca y no se alcanza las cifras deseadas, el BCE deberá actuar en primer lugar sobre los tipos de interés, disminuyéndolos de tal forma que apoye a los bancos a prestar dinero a los ciudadanos con los que se incentive el consumo de los mismos y las inversiones de las empresas con el fin de recuperar la inflación.

6. INSTRUMENTOS CONVENCIONALES

Como consecuencia de la crisis financiera que comenzó en 2008, la política monetaria, sus instrumentos y los tipos de interés tomaron un papel fundamental para que el BCE cumpla su objetivo de mantener la estabilidad de precios; para ello el BCE, como todos los Bancos centrales nacionales, a través de las medidas convencionales de política monetaria se encarga de ajustar la liquidez a corto, medio y largo plazo con el fin de dar un impulso a la economía. Con estos instrumentos el BCE ajusta los tipos de interés con el propósito de actuar sobre la inflación, es decir, si la inflación está muy alta, por encima de lo esperado, actúan subiendo los tipos de interés, esto es, que resulte más caro conseguir dinero en los préstamos así pretende enfriar la economía con una inflación elevada y de esta forma conseguir que sea más conveniente ahorrar dinero, mientras que si la inflación está demasiado baja se pretende reducir los tipos de interés de forma que anime a los ciudadanos a gastar más dinero o invertir.

A continuación explicamos qué instrumentos de política monetaria se usan para poder regular el efectivo corriente que es controlado por el BCE. En la página web del Banco Nacional de España[6] viene recogido los instrumentos de política monetaria, por los cuales se rige el BCE de la siguiente manera:

[6] Banco de España; “Los instrumentos del Eurosistema” . Estatutos del SEBC y del BCE. https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html

6.1 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Las operaciones de mercado abierto son las herramientas más importantes con las que actúa el BCE, con las que intenta mantener el control sobre los tipos de interés y gestionar la liquidez al mismo que tiempo que sirve como guía para la política monetaria. Se dividen en cuatro categorías.

6.1.1 Operaciones principales de financiación

Las operaciones principales de financiación son operaciones temporales que proporcionan la mayor parte de liquidez al sistema bancario, con periodicidad semanal y vencimiento a una semana que ejecutan los bancos centrales nacionales mediante subastas estándar. Esta operación es el principal instrumento de política monetaria para controlar los tipos de interés y la liquidez en el mercado monetario además de la principal fuente de financiación de sistema bancario dentro del Eurosistema.

6.1.2 Operaciones de financiación a plazo más largo

Son operaciones temporales de inyección de liquidez y que proporcionan a las entidades financieras una financiación adicional a más largo plazo, que a diferencia de las operaciones principales de financiación tienen periodicidad mensual y vencimiento a tres meses, y se ejecutan a través de subastas estándar. Su objetivo es proporcionar financiación adicional a plazo más largo al conjunto de entidades de crédito dentro del Eurosistema.

6.1.3 Operaciones de ajuste

Se ejecutan de forma *ad hoc* para gestionar la situación de liquidez del mercado y suavizar los efectos que las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado causan sobre los tipos de interés. Los bancos centrales nacionales realizan normalmente estas operaciones mediante subastas rápidas o procedimientos bilaterales.

6.1.4 Operaciones estructurales

Se llevan a cabo siempre que el BCE desea ajustar la posición estructural del SEBC frente al sector financiero con periodicidad o no. Se llevan a cabo mediante la emisión de certificados de deuda, operaciones temporales u operaciones simples.

6.2 FACILIDADES PERMANENTES

Su objetivo es proporcionar y absorber liquidez y controlar los tipos de interés del mercado a un día a través de operaciones de crédito y depósito.

A) La facilidad marginal de crédito

Es un préstamo que permite a los bancos obtener crédito y liquidez a un día de plazo a un tipo de interés que deberá estar especificado previamente. Con este tipo de interés el BCE actúa como prestamista de último recurso; las entidades bancarias deberán buscar liquidez necesaria en el mercado y en el caso que no lo consigan entonces recurrirán al BCE como última opción.

B) La facilidad de depósito

Permite a las entidades realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales con un tipo de interés predeterminado, y que constituye normalmente un límite inferior para el tipo de interés de mercado a un día. Con esta herramienta se determina el interés que deben desembolsar las entidades que decidan depositar su dinero en el BCE.

6.3 Mantenimiento de unas reservas mínimas

Las reservas mínimas obligatorias es un depósito con el que los bancos mantienen su dinero en los bancos centrales del Eurosistema y en el BCE y sirve para estabilizar los tipos de interés a corto plazo. Hasta 2012, las entidades debían mantener un coeficiente de caja que era del 2%, pero que a partir de ese momento se redujo al 1%, cifra que se mantiene hasta la actualidad; a partir de 2014 el periodo de mantenimiento de las reservas se aumentó de 4 a 6 semanas. El BCE a través de esta medida paga intereses por el mantenimiento de las reservas que estén establecidas, con un tipo de interés igual al de las operaciones principales de financiación.

7. INSTRUMENTOS NO CONVENCIONALES

Las medidas no convencionales son instrumentos que sirven como mecanismos para reactivar la economía y conseguir la estabilidad económica en todo el territorio de la eurozona. Para hacer frente a la crisis económica de 2008, y la recesión económica posterior, el BCE introdujo una serie de medidas de política monetaria no convencionales a través de unos programas con el propósito de apoyar las medidas convencionales anteriormente nombradas.

7.1 EVOLUCIÓN EN LA APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Desde que en 1999 el BCE comenzó sus actividades, introdujo la política monetaria en la que se pueden distinguir dos fases en cuanto a su aplicación[7]:

La primera fase comenzó desde el inicio de las actividades del BCE y duró hasta mitad del año 2007, momento en el que aparecen los primeros efectos de la crisis financiera. Durante esta primera fase apenas surgieron

[7] Parejo Gámir, J.A. y otros (2016): Manual del sistema financiero español. Ariel 27º ed. Actualizada Barcelona.

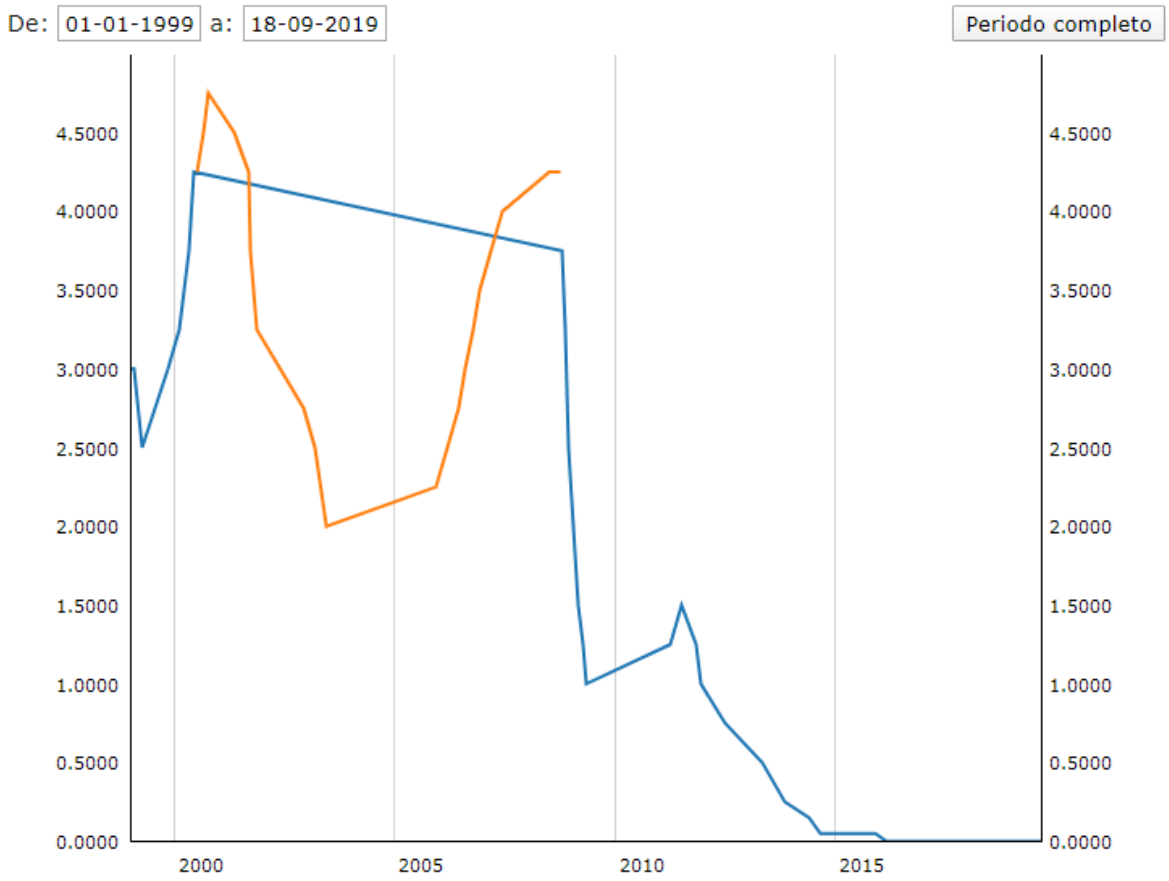
cambios en las decisiones de política monetaria, debido al éxito obtenido por conseguir el objetivo principal del BCE de estabilidad de precios, y momento en el que se reconocía la buena labor por su actuación durante esos años en las decisiones tomadas y el momento de estabilidad económica y social vividos en esos años previos a la crisis.

La segunda fase se inicia con la aparición de la crisis financiera a mediados de 2007. Esos años con la tensión del momento, se caracterizaron por la incertidumbre y la dificultad que tenían las empresas para obtener financiación y por la baja inflación. Esto supuso que el BCE tomara ciertas medidas con el fin de ayudar a facilitar la liquidez a las entidades de contrapartida. Con este panorama el BCE se vio obligado a introducir unas medidas tanto convencionales como no convencionales para frenar los daños causados por la crisis, que se explicará en el siguiente apartado.

7.2 MEDIDAS APLICADAS

Modificaciones en los tipos de interés: La consideración general es que el BCE actuó tarde en el abordaje de la crisis de 2008 (una opinión que encontraremos en el Manual del sistema financiero español. Ariel 27º ed. Actualizada Barcelona, pág. 127-138), puesto que hasta finales de ese año no se decidió reducir los tipos de interés, pero a partir de ese momento el BCE ha ido bajando los tipos de interés hasta situarse en mínimos históricos. El BCE ha utilizado los siguientes instrumentos en la gestión de la crisis.

Gráfica 1: Tipos de interés de las operaciones principales de financiación

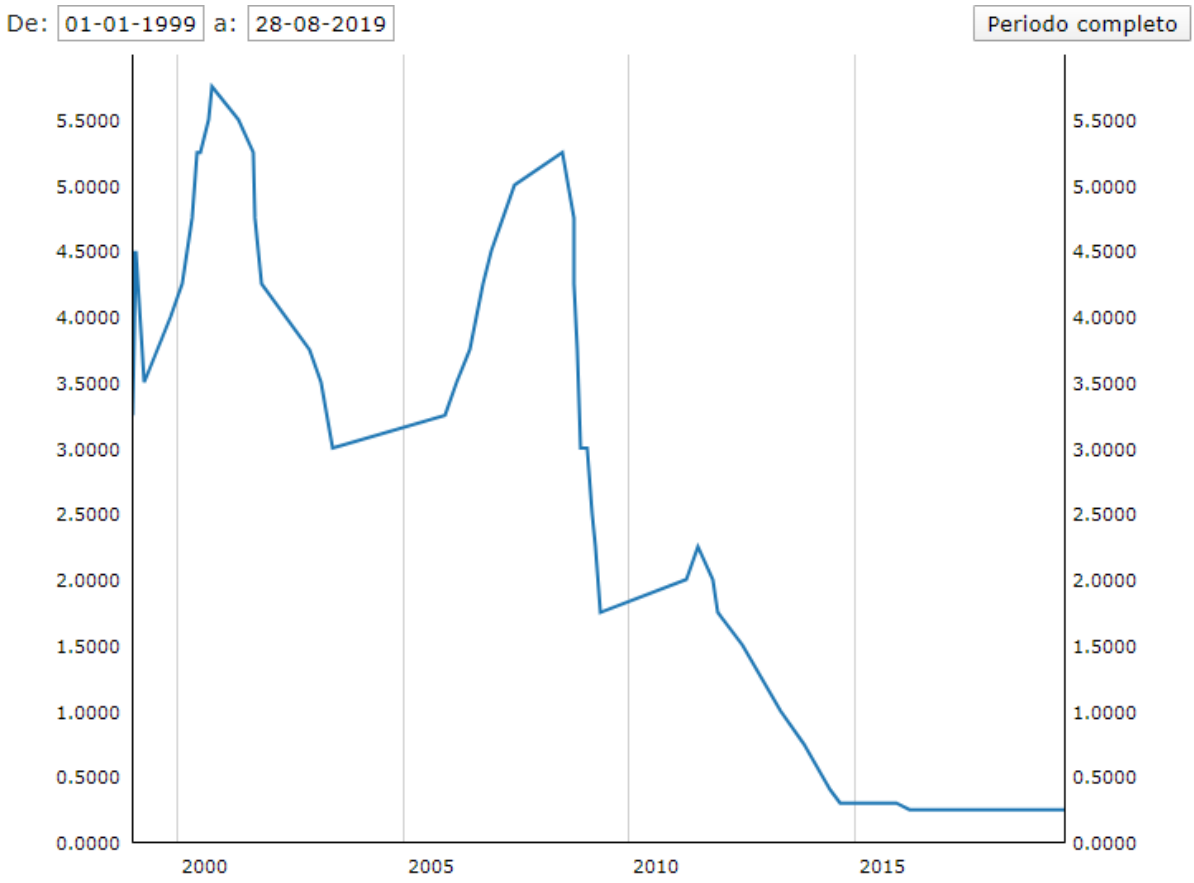


Fuente: Banco Central Europeo.

Como vemos en el gráfico la evolución de los tipos de interés, en los primeros años de creación del BCE, tenía unos valores mucho más altos, una política dedicada mayormente al ahorro de los ciudadanos situando su cifra siempre alrededor del tres y cuatro por ciento. Ya en el año 2007, con el estallido de la crisis financiera, se decidió aumentar en 25 puntos porcentuales esa cifra, alcanzando el 9 de julio de 2007 una de sus cotas más altas (4.25%) antes de que sufriera una gran caída que coincidió con el desplome de la economía mundial producida por la crisis financiera de 2008, que llegó a situarse por primera vez en su historia con una cifra tan baja como el 1% en mayo de 2009. Mencionar además que en el año 2008 se realizó un cambio en las subastas en el que se modificó el tipo de interés variable en que se encontraba para situarse a un tipo de interés fijo con el que se ha mantenido hasta la actualidad; además el Eurosistema concede toda la liquidez que solicitan las entidades de contrapartida a ese tipo fijo. Años más tarde, en 2012, con Mario Draghi ya al frente del BCE, con el transcurso de la crisis financiera más suavizada y debido a que en algunos países se había disparado la prima de riesgo, se decidió bajar los tipos de interés por debajo del 1% hasta situarse en el 0%, registrado el 18 de septiembre de 2019. El tipo de interés al 0% significa que los bancos no pagarán dinero a los bancos centrales por

prestarles el dinero; estratégicamente sirve para inyectar liquidez en la economía, y así perseguir el objetivo de mantener la estabilidad de precios cercano al 2% fijado.

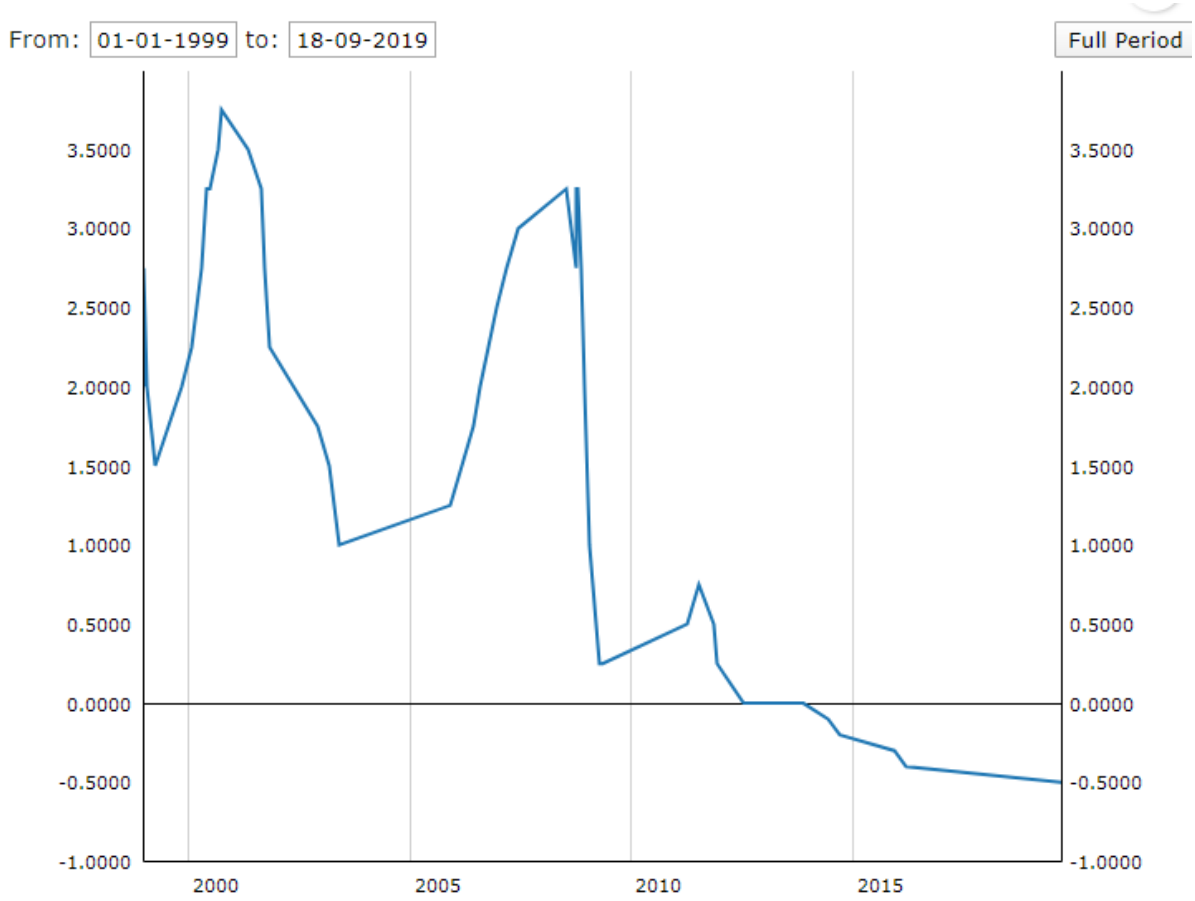
Gráfica 2: Tipos de interés de la facilidad marginal de crédito.



Fuente: Banco Central Europeo

Los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito siguieron el mismo recorrido que la facilidad de depósito que veremos posteriormente, pero con unos tipos de interés más altos; desde 1999 hasta el año 2008 se mantuvo con unas cifras bastante altas siempre por encima del 3% y con máximos del 5.5%, situándose a final de 2007 en el 5%; durante los dos años siguientes sufrió su caída más grave hasta situarse a final de 2009 en el 1.75%, y desde entonces ha ido descendiendo hasta alcanzar la tasa mínima registrada en 2016 con un 0.25% con la que sigue actualmente.

Gráfica 3: Tipos de interés de la facilidad de depósito.



Fuente: Banco Central Europeo

Su tipo de interés se mantuvo desde la creación del BCE hasta un año antes de la crisis financiera de 2008, variando entre el dos y tres por ciento, salvo alguna excepción como en 2003 que tuvo un mínimo de un 1%. En aquel momento, con la llegada de la crisis, el tipo de interés tuvo un cambio drástico pasando de estar a finales de 2008 del 2.75% al 1% en el que se situó a principio de 2009, y continúo bajando hasta situarse en el mínimo, a finales de ese año, con un 0.25%. Dicha bajada no fue suficiente por lo que tomaron la decisión de continuar reduciéndolo hasta situarlo en el 0% en 2012; a partir de 2014, por primera vez, el tipo de interés se registró en negativo, alcanzando el -0.5% el 18 de septiembre de 2019 y que se mantiene actualmente.

Hasta 2013, con los tipos de interés positivos de facilidad de depósito, lo que pretendía el BCE era pagar a las entidades que decidían guardar el dinero en sus arcas, pero esto durante la crisis provocó que muchos más países guardaran sus recursos afectando de forma notable a la liquidez; en consecuencia, se tomó la decisión de poner los tipos de interés negativos pero lo que produjo es que empezaran a cobrar a los bancos por guardar su dinero en vez de destinar ese dinero a ponerlo en circulación. El tipo de interés

negativo ha ido aumentando desde 2014: empezó en un -0.1% que se dobló a final de ese año y llegó al -0.4% en 2016 y finalmente el -0.5% actual. Con ello el BCE persigue que guardar el dinero sea cada vez más caro y se pretende que todo ese dinero se ponga en circulación.

Tabla 3: **Tipos de interés de las medidas convencionales**

		F. Depósito	Op. Pr. Financiación		F. Marginal
			Tasa fija	Tasa variable	
18-sep	**2019**	-0,50	0,00	-	0,25
16-mar	**2016**	-0,40	0,00	-	0,25
09-dic	**2015**	-0,30	0,05	-	0,30
10-sep	**2014**	-0,20	0,05	-	0,30
11-jun		-0,10	0,15	-	0,40
13-nov	**2013**	0,00	0,25	-	0,75
08-may		0,00	0,50	-	1,00
11-jul	**2012**	0,00	0,75	-	1,50
14-dic	**2011**	0,25	1,00	-	1,75
09-nov		0,50	1,25	-	2,00
13-jul		0,75	1,50	-	2,25
13-abr		0,50	1,25	-	2,00
13-may	**2009**	0,25	1,00	-	1,75
08-abr		0,25	1,25	-	2,25
11-mar		0,50	1,50	-	2,50
21-ene		1,00	2,00	-	3,00
10-dic	**2008**	2,00	2,50	-	3,00
12-nov		2,75	3,25	-	3,75
15-oct		3,25	3,75	-	4,25
09-oct		3,25	-	-	4,25
08-oct		2,75	-	-	4,75
09-jul		3,25	-	4,25	5,25
13-jun	**2007**	3,00	-	4,00	5,00
14-mar		2,75	-	3,75	4,75
13-dic	**2006**	2,50	-	3,50	4,50
11-oct		2,25	-	3,25	4,25
09-ago		2,00	-	3,00	4,00
15-jun		1,75	-	2,75	3,75
08-mar		1,50	-	2,50	3,50
06-dic	**2005**	1,25	-	2,25	3,25
06-jun	**2003**	1,00	-	2,00	3,00
07-mar		1,50	-	2,50	3,50
06-dic	**2002**	1,75	-	2,75	3,75
06-oct	**2001**	2,25	-	3,25	4,25
18-sep		2,75	-	3,75	4,75
31-ago		3,25	-	4,25	5,25
11-may		3,50	-	4,50	5,50
06-oct	**2000**	3,75	-	4,75	5,75
01-sep		3,50	-	4,50	5,50
28-jun		3,25	-	4,25	5,25
09-jun		3,25	4,25	-	5,25
28-abr		2,75	3,75	-	4,75
17-mar		2,50	3,50	-	4,50
04-feb		2,25	3,25	-	4,25
05-nov	**1999**	2,00	3,00	-	4,00
09-abr		1,50	2,50	-	3,50
22-ene		2,00	3,00	-	4,50
04-ene		2,75	3,00	-	3,25
01-ene		2,00	3,00	-	4,50

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE

Ampliación de los activos de garantía; esta decisión el BCE la usó como medida para favorecer la liquidez a las entidades con las que trabaja y decidió incrementar los activos susceptibles de utilización desde el comienzo de la crisis, además de incrementar también los activos más tradicionales como los préstamos empresariales.

Cambios en el marco operativo; estos cambios se realizaron desde el comienzo de la crisis, ya que la falta de liquidez fue uno de los problemas más graves en la zona euro; esto supuso que el BCE tuviese que modificar sus actuaciones debido al nuevo panorama en el que se encontraban. Para ello, a partir de este momento, además de modificar los tipos de interés y cambiar el tipo de subasta sustituyendo el tipo de interés variable, que llevaba desde el año 2000, por el tipo de interés fijo; introdujo una serie de programas de compras de activos financieros con los que se pretendía corregir los daños causados por la crisis.

8. PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS FINANCIEROS

Los programas de compras de activos financieros, son unos programas lanzados por el BCE como una medida no convencional de política monetaria, y que sirve de apoyo a las medidas convencionales, tras los graves efectos de la crisis y con la intención de reducir los problemas económicos que se produjeron a partir de 2008, y así poder conseguir su objetivo principal de estabilidad de precios.

8.1 TIPOLOGÍA DE LOS PROGRAMAS

Tabla 4: Resumen de programas de medidas no convencionales

Programa	Fecha	Importe compras **(millones de €)**
CBPP1 (Covered bond purchase programme)	May2009 – Jun 2010	60.000
SMP (Securities market programme)	May2010 – Sept 2012	218.000
CBPP2 (Second covered bond purchase programme)	Nov2011 - Oct 2012	16.418
TLTRO I, II, III (Targeted longer-term refinacncing operations)	Jun 2014 - Marzo 2016 Marzo 2016 - Marzo 2019	212.400 740.193

	Marzo 2019 – Act.	1,4 billones de €
APP (Asset purchase programme)	Oct 2014 – Dic 2018 Nov 2019- Act.	20.000 mensuales + ampliación de 120.000
CBPP3 (Third covered bond purchase programme)	Oct 2014 - Dic 2018 Nov 2019 – Act.	263.600 (finales de 2019)
ABSPP (Asset backed securities purchase programme)	Nov 2014 – Oct 2018 Nov 2019- Act.	28.400 (finales de 2019)
PSPP (Public sector purchase programme)	Marzo 2015 – Dic 2018 Nov 2019 – Act.	2,1 billones de € (finales de 2019)
CSPP (Corporate sector purchase programme)	Junio 2016 – Dic 2018 Nov 2019- Act.	184.500 (finales de 2019)
PEPP (Pandemic emergency purchase programme)	Marzo 2020 – Act.	1,35 billones de €

Fuente: Elaboración propia a través de los datos del BCE.

8.2 APLICACIÓN DE LOS PROGRAMAS

A continuación se tratará la aplicación por parte del BCE de los diferentes programas de compras de activos financieros por orden cronológico desde que comenzó en 2009 y nombrando cada uno de los programas que se han lanzado en estos últimos años.

En 2009, con la aparición de las primeras consecuencias de la crisis financiera, se introdujeron los primeros programas centrados en solucionar el primer problema fundamental hasta ese momento, que era la reparación del mecanismo de transmisión de política monetaria. Para ello se introdujo el programa CBPP1 (ver tabla4) que consistía en la adquisición tanto de bonos bancarios garantizados, como de cédulas hipotecarias por una cantidad de 60.000 millones de euros en mercados primarios y secundarios con el fin de reactivar el mercado tras la gran crisis, aunque unos meses después, a finales de 2009, empezaron a aparecer una serie de resultados negativos que trajo la

crisis de la deuda soberana. En **mayo de 2010,** se completaron las adquisiciones de este programa; estas medidas integraban la provisión de liquidez a largo plazo al sector bancario y la compra de activos en mercados, que no estaban reflejando los mejores resultados. Como consecuencia de ello se creó un nuevo programa llamado SMP, cuyo objetivo era la compra de deuda pública en los países Irlanda, Grecia, España, Italia y Portugal, en los mercados secundarios y afrontar el mal funcionamiento existente en ese momento en los mercados de valores; con estas adquisiciones se aumentó la liquidez. Este programa terminó en septiembre de 2012.

En **noviembre de 2011**, con el nombramiento de Mario Draghi como presidente del BCE, la economía de la eurozona se adentraba en la crisis de deuda soberana por lo que se decidió reactivar las compras de bonos garantizados a través del CBPP2, que reunía las mismas condiciones que tenía el primer programa. La adquisición de este programa fue por un importe menor que el primero ya que pasó de 60.000 a 40.000 millones de euros, y su objetivo era la financiación tanto a empresas como entidades de crédito con el propósito de mantener los préstamos a los clientes. Debido a que no obtuvo los resultados esperados ya que no consiguieron la disminución de los tipos de interés deseados, en octubre de 2012 finalizó el programa con un importe de compras en el momento que concluyó de 16.418 millones de euros.

En **julio de 2012,** después de que el presidente Mario Draghi en la famosa rueda de prensa en la que comunicó que estaría dispuesto a hacer todo lo necesario para mantener el euro y que coincidió con la finalización del programa SMP, anunció el nuevo programa OMT que como su predecesor se basaba en la adquisición de deuda pública en mercados secundarios a corto plazo y se realizaron las compras con las mismas condiciones y requisitos que el primer programa iniciado en 2010, aunque esta vez se buscó crear una actitud más agresiva con la compra masiva de bonos soberanos.

Con el ambiente económico algo más relajado en la crisis de la deuda soberana apareció otro problema que en este caso fue la deflación por lo que durante los siguientes años el BCE introdujo una serie de instrumentos de política monetaria no convencionales para reavivar la economía, y mantener la inflación en los parámetros establecidos; para ello utilizó los programas Forward Guidance, TLTRO I, TLTRO II y TLTRO III, como se verá a continuación.

En **julio de 2013** el BCE comenzó a utilizar el programa Forward Guidance, después de que la preocupación por aquel entonces se centrara en la baja inflación y que no se terminase de conseguir la recuperación económica. Con este programa el BCE pretendía establecer un modelo sobre cómo va a actuar en los próximos años en relación con la actuación de política monetaria, es decir, anticipando información de los pasos que va a realizar a

medio plazo para contribuir de una forma positiva en el comportamiento del mercado; en palabras del BCE[8]: "*proporciona información sobre sus intenciones futuras de política monetaria*", lo que supone que este flujo de información provoca, que si los agentes económicos saben cómo va a actuar el BCE, puedan prever lo que sucederá y en función de eso tomar las decisiones más convenientes con ese escenario.

Un año más tarde, en **junio de 2014**, el BCE y Mario Draghi con el objetivo de inyectar una mayor cantidad de liquidez en el mercado y con el cual inyectaban crédito en el sector privado, introdujeron las primeras operaciones de refinanciación a más largo plazo TLTRO: otra medida no convencional con las que el BCE presta financiación a largo plazo a los bancos con un tipo de interés muy bajo con el propósito de impulsar el crédito en la economía sobre todo a familias y empresas. Según palabras del BCE[9] "*busca aumentar la concesión de préstamos tanto a consumidores como a las empresas, buscando mantener así las inflación en su nivel esperado cercano al 2%".* Dentro de estos programas lo fundamental era que las entidades que más introdujeran préstamos en la economía real podrían obtener más financiación y a un tipo de interés mucho más bajo que el que normalmente ofrece el BCE, debido a las incentivos que conceden a los bancos por dar estos préstamos tanto a empresas como consumidores. De acuerdo con el BCE[10] "*los bancos que prestan más a la economía real podrán obtener más préstamos y a una tasa de interés más baja que la que ofrece el BCE*". En 2016 se disparó la liquidez en la zona euro a la vez que los balances del BCE se inflaban hasta niveles nunca vistos hasta ese momento, por lo que Draghi decidió introducir el segundo periodo de este programa TLTRO II que comenzó en marzo de 2016 y se lanzó igual que el primer programa, pero con la diferencia de que estas tenían vencimiento a 4 años, con unas condiciones mucho más favorables y atractivas para los consumidores, debido a los bajos tipos de interés que ofrecían. Por último, este programa lanzó su último período tres años más tarde en marzo de 2019 TLTRO III que sigue el mismo ritmo que el segundo pero con pequeños cambios como el vencimiento a 3 años, y con unas tasas de interés aún más bajas que el anterior programa.

En el mes de **septiembre de 2014,** el BCE anunció el programa APP que es un paquete que se basaba en apoyar el mecanismo de transmisión de política monetaria con el objetivo de situar de una forma eficaz la inflación a niveles cercanos al 2%, y con ello garantizar la estabilidad de precios. Este programa se puso en marcha para apoyar las decisiones tomadas en las

[8] BCE; "¿Qué es el forward guidance?" (15 de diciembre de 2017). https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.es.html
[9] BCE; "Operaciones de refinanciación a plazo más largo". https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.es.html
[10] BCE; ¿Qué es TLTRO III? (12 de marzo de 2020). https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_1~39db50b717.en.html

medidas convencionales (bajadas de tipos de interés): Estaba compuesto por el programa CBPP3, el programa ABSPP para compra de deuda privada, el programa PSPP para compra de deuda pública, y el programa CSPP.

La puesta en marcha de este programa por parte de Mario Draghi se debió al miedo que existía por aquel momento respecto a la deflación que llevaba ya demasiado tiempo amenazando la estabilidad económica, por lo que consideró que este programa era necesario para conseguir recuperarse económicamente y lo mantendría hasta que alcanzara un ritmo estable cercano al 2%. Entre 2014 y 2018 realizó compras netas con un ritmo mensual de 60.000 millones de euros desde marzo de 2015 a marzo de 2016, desde abril de 2016 a marzo de 2017. Debido a la introducción del programa CSPP, se incrementaron las compras netas mensuales de 60.000 millones a 80.000 millones de euros y desde abril de 2017 a diciembre de ese mismo año que bajarían de nuevo a 60.000 millones de euros. Finalmente en 2018, desde enero hasta septiembre, se situaron en 30.000 millones de euros para posteriormente situarse en 15.000 millones de euros desde octubre hasta diciembre de 2018. Este descenso se debe a la decisión tomada por el consejo de gobierno, de que se mantendrá ese ritmo de compra mensual hasta que se vea unos resultados compatibles con el objetivo de inflación. A continuación se explican uno por uno los programas que componían el APP y siguiendo el orden cronológico.

- En **octubre de 2014**, debido a las dificultades existentes por aquel momento sobre todo por la baja tasa de inflación que estaba muy lejos del objetivo del 2% y las altas cifras de desempleo, comenzó el tercer programa de compra de bonos cubiertos CBPP3 con nuevas adquisiciones, cuyo objetivo era mejorar la transmisión de la política monetaria, respaldar la provisión de crédito a todos los integrantes de la zona euro, y que quería provocar efectos positivos en otros mercados. Este programa concluyó en diciembre de 2018 y supuso unas compras de 260.747 millones de euros. A partir de noviembre de 2019, el BCE reinició de nuevo las compras de este programa, y a finales de 2019 registró unas compras de 263.600 millones de euros.

- En **noviembre de 2014**, solo un mes más tarde que el CBPP3 y a diferencia de este, el BCE introdujo el ABSPP, el cual mejoró mucho más la transmisión de la política monetaria. El programa ABSPP[11] facilita *"la provisión de crédito a la economía de la zona del euro, las condiciones de endeudamiento para los hogares y las empresas, también ayuda a los bancos a diversificar las fuentes de financiación y estimular la emisión de nuevos valores"*. Con la finalización de este programa en octubre de 2018 se

[11] BCE; " Programa de compra de valores respaldados por activos" (2 de abril de 2020) https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/abspp-faq.en.html

adquirieron un total de 27.000 millones de euros aproximadamente, y que subió hasta 28.400 millones de euros a final de 2019.

- En **marzo de 2015** comenzó el PSPP; las compras de este programa duraron hasta diciembre de 2018, y como pasó con el programa CBPP3, se reiniciaron las compras en noviembre de 2019 de este programa PSPP. Se caracteriza tanto por la compra de deuda pública como privada; el resultado de este programa fue una mayor liquidez en las entidades financieras y abaratar la financiación empresarial, ya que se facilitaba la concesión de préstamos tanto en empresas como para particulares, causado por los problemas que se atravesaban en ese momento como la baja inflación que aún se mantenía de años anteriores en mínimos históricos, y la grave caída de los precios, sobretodo y más preocupante la caída del precio del petróleo que supuso un gran problema en esos años. Al final de este periodo el BCE a través de este programa en bonos del sector público adquirió 2,09 billones de euros y a final de 2019 unas compras de 2,1 billones de euros.

- En **junio de 2016** se inició el CSPP, que fue el cuarto programa dentro del paquete APP y el último en comenzar; finalizó en diciembre de 2018. Con la introducción de este programa, y debido a la compra de bonos del sector corporativo, el BCE adquirió bonos por un valor de 173.000 millones de euros y ascendió hasta 184.500 millones de euros.

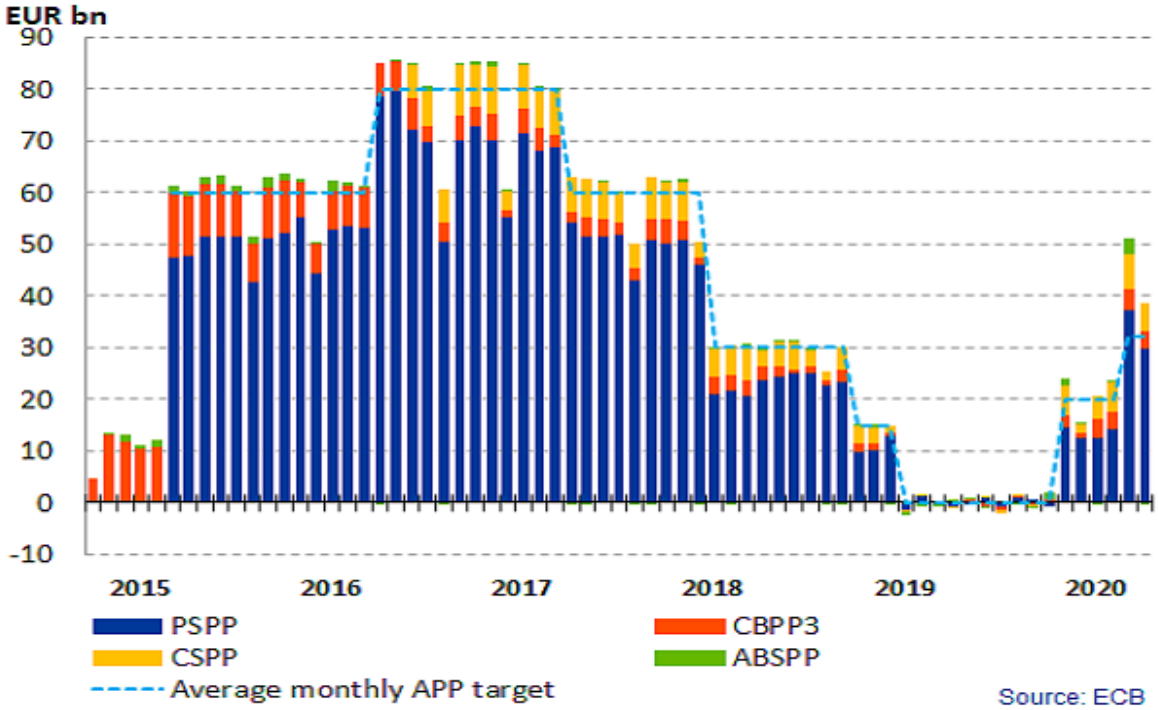
En **2018** con la finalización de la compra de activos dentro del programa APP, y debido que aún no se habían conseguido los objetivos deseados ni de estabilidad de precios ni la inflación, Mario Draghi anunciaba que los tipos de interés se mantendrían en las misma cifra, y después de la reunión del Consejo de Gobierno se anunció que los valores adquiridos de los diferentes programas que fuesen llegando a su vencimiento, se reinvertirían íntegramente durante el tiempo necesario para que se puedan mantener una condiciones económicas favorables y de desarrollo.

En **septiembre de 2019,** con el final del mandato de Mario Draghi el BCE con su nueva presidenta al mando, Christine Lagarde, tomó la decisión de reanudar sus compras bajo este programa de compra de activos (APP) con una media mensual de 20.000 millones de euros; continuaba con la decisión que habían tomado en 2018 por la cual solo se dedicaban a reinvertir el importe de los valores adquiridos que hubiesen llegado a su vencimiento. Esta decisión de reactivar las compras bajo el programa APP persigue el objetivo de seguir aumentando el dinero en la economía. Debido a los problemas actuales de la comunidad europea, se vieron obligados a volver a comprar deuda bajo este programa y según las previsiones, y tal como explican en el comunicado del 27

de septiembre de 2019[12], tienen la intención de mantener estas compras hasta que comiencen a incrementar las tasas de interés del BCE. La última decisión implantada tras la última reunión se anunció el pasado 4 de junio de 2020[13] en el que ampliaban la cuantía de este programa temporalmente hasta final de año por un valor de 120.000 millones de €.

El siguiente gráfico muestra la evolución de las compras netas mensuales realizadas por el BCE bajo el programa de compra de activos APP, y que se detalla cómo se hizo el gasto en cada uno de los programas que lo componían desde que comenzó en 2014.

Gráfica 4: Compras netas mensuales bajo el programa de compra de activos



Fuente: Banco Central Europeo

Como vemos en este gráfico de las compras netas realizadas mensualmente en el marco del programa de activos, a principio de 2015 realizaron compras principalmente de bonos corporativos del programa CBPP3, y a partir de mediados de 2015 adquirieron una actitud mucho más agresiva de compras de valores en el sector público a través del programa PSPP que desde su inicio se llevó todo el protagonismo realizando compras masivas en ese programa. A mediados de 2016 se introdujo el nuevo programa CSPP que tuvo un peso significativo pero sin llegar a las cifras del programa PSPP cuyas

[12] BCE; "Decisiones de gobierno" (27 de septiembre de 2019) https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2019/html/ecb.gc190927~f21c511b8f.es.html

[13] BCE: "Decisiones de política monetaria" (4 de junio de 2020) https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.es.html

compras seguían predominando. En 2018 se redujo, después de las decisiones tomadas de disminuir las compras de activos, hasta que en 2019 reanudó las compras por las que volvió a aumentar las cifras predominando nuevamente las compras del PSPP como se ve en la gráfica.

Con la pandemia que comenzó a principios de este año, en la economía sufriría daños muy graves, el BCE actuó rápidamente con el objetivo de reducir los graves efectos que produciría la paralización de la sociedad a través de la compra de deuda pública y privada con un nuevo programa.

El **26 de marzo de 2020** comenzó el último programa, el Programa de Compra de Emergencia Pandémica PEPP que se encarga de la compra de activos en el sector público y privado. Coincidiendo con la crisis sanitaria del COVID-19 el BCE decidió poner en marcha el programa para hacer frente a los riesgos que puedan ocurrir en cuestión de política monetaria debido a las consecuencias del coronavirus. Este programa inicialmente tuvo una dotación de 750.000 millones de euros y las compras terminarían una vez la crisis del COVID-19 haya concluido, pero nunca antes de finales de 2020; pero vistas las circunstancias en las que se encontraba la economía europea y debido a que la primera cuantía se iba a quedar corta, Christine Lagarde tomó la decisión de aumentar en 600.000 millones de euros, alcanzando los 1,35 billones de euros y ampliar el plazo de este programa hasta junio de 2021. Esta decisión de realizar compras en este programa supone la utilización de dos tipos de instrumentos, tanto la compra de deuda pública como corporativa, y supondrá un apoyo fundamental para las condiciones de financiación tanto en empresas como en particulares y facilitará la actuación de política monetaria. Esta nueva crisis en la que estamos inmersos actualmente, tuvo otro efecto en el ámbito de deuda soberana, ya que la nueva presidenta recientemente decidió volver a comprar este tipo de deuda por la afectación de la pandemia.

9. CONCLUSIONES

Con la aparición de la crisis financiera que comenzó en 2008, la política monetaria jugó un papel fundamental en las decisiones que tomaba el BCE, a través de reducir los tipos de interés o poner en marcha las potentes medidas no convencionales que ha implementado, como la compra masiva de activos con el propósito de facilitar financiación a las empresas en los momentos de inestabilidad económica por las que se atravesaban.

Estas medidas tuvieron un efecto decisivo en la situación económica posterior al inicio de la crisis, intentando solucionar los problemas causados e intentando encaminar a la eurozona hacia el crecimiento económico. A través de las diferentes medidas aplicadas, ante esta situación de crisis, la política de actuación del BCE se ha visto comparada con la Reserva Federal de Estados Unidos, en la que ha salido perjudicado ya que el banco norteamericano

siempre ha ido un paso por delante, tomando las decisiones con más rapidez y conociendo mejor la gravedad de la situación a la que se enfrentaban. El BCE por su parte ha tomado decisiones desacertadas y según el economista Emilio Ontiveros[14] inadecuadas, como las subidas de los tipos de interés o la tardanza en lanzar las medidas no convencionales en las que una actitud más rápida podría haber suavizado la situación económica durante esos años. Esto no sucedió y ocasionó que la eurozona haya tenido daños más graves de los que tuvo Estados Unidos.

Las medidas no convencionales tuvieron un papel fundamental durante estos años en las decisiones de política monetaria del BCE, haciendo uso de miles de millones de euros en cada uno de los programas que ha lanzado, haciendo un esfuerzo significativo para recuperarse económicamente, fundamentalmente a través del programa APP, que ha protagonizado la mayoría de las compras hechas por el BCE. Con este esfuerzo que ha hecho en los últimos años una cosa es indudable, que es el compromiso que tiene el BCE para conseguir la recuperación económica y crecimiento económico de la eurozona.

Cuando se veían ciertas mejorías a partir de 2018, y que la eurozona se iba recuperando, Mario Draghi tomó la decisión de ir reduciendo poco a poco las medidas adoptadas, rebajando la cuantía de los programas, aunque había anunciado que las volvería a aumentar si no se recuperaba el nivel de inflación deseado. Ante esta situación, en 2019, volvió a reactivar sus programas anteriores de compra de activos manteniendo vivo el programa APP.

Finalmente, coincidiendo con el fin del mandato de Mario Draghi, y la llegada de Christine Lagarde, la nueva presidenta se ha visto con una nueva crisis, producida por el COVID-19 en el que los efectos económicos serán bastante grandes; por ello ha hecho uso de la política monetaria y ha anunciado un nuevo programa dentro de las medidas no convencionales valorado en 1,35 billones de euros para intentar paliar los efectos de la pandemia.

10. BIBLIOGRAFÍA

Analistas Financieros Internacionales (AFI) (2015); Guía del sistema financiero español, 7ª ed. Madrid.

López, J. y J. Rojo (2004); Los mercados de valores, organización y funcionamiento, Ed. Pirámide, Madrid.

[14] Emilio Ontiveros; “Década perdida en la Eurozona” (28 de agosto de 2017) https://elpais.com/economia/2017/08/24/actualidad/1503568003_577168.html

Parejo Gámir, J.A. y otros (2016): Manual del sistema financiero español. Ariel 27º ed. Actualizada Barcelona

Recursos electrónicos:

Banco Central Europeo:

✓ "Almacén de datos estadísticos del BCE". http://sdw.ecb.europa.eu/home.do

✓ "¿Cómo funciona el programa de compras de activos del BCE?" (22 de enero de 2016, actualizado 28 de febrero de 2019) https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/app.es.html

✓ "Cuentas anuales del BCE" https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/index.en.html

✓ "Decisiones de política monetaria" (4 de junio de 2020) https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.es.html

✓ "El Banco Central Europeo" https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html

✓ "El Banco Central Europeo, historia, misión y funciones" https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006es.pdf

✓ El BCE anuncia el programa de compra pandémica (18 de marzo de 2020) https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

✓ "El BCE anuncia la flexibilización de las condiciones para operaciones de refinanciamiento". (12 de marzo de 2020). https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_1~39db50b717.en.html

✓ "El BCE decide sobre medidas para abordar tensiones severas en los mercados financieros" (10 de mayo de 2010) https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html

✓ El tipo de interés negativo del BCE" (12 de junio de 2014) https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.es.html

✓ "La unión Económica y monetaria" https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.es.html

✓ "¿Obtiene beneficios el BCE?" (16 de febrero de 2017) https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/ecb_profits.es.html

✓ "Operaciones de refinanciación a más largo plazo" https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html

✓ ¿Por qué es importante la estabilidad de precios? (8 de mayo de 2017) https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/stableprices.es.html

✓ "¿Por qué es independiente el BCE?" (12 de enero de 2017) https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/ecb_independent.es.html

✓ “Programa de compras de activos” (2020)
https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html
✓ “Programa de compra de emergencia pandémica” (2020)
https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html
✓ “Programa de compras del sector corporativo” (8 de abril de 2020)
https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/cspp-qa.en.html
✓ “Programa de compras respaldados por activos” (2 de abril de 2020)
https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/abspp-faq.en.html
✓ “Programa de compras del sector público” (2 de abril de 2020)
https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html
✓ “Protocolo sobre los estatutos del SEBC y el BCE”
https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/es_statute_2.pdf
✓ “¿Qué condiciones debe cumplir un país para incorporarse a la zona euro?” (23 de mayo de 2018, actualizado 27 de abril de 2020)
https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/join_the_euro_area.es.html
✓ “¿Qué es TLTRO II?” (24 de junio de 2016)
https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.es.html
✓ “¿Quién es el propietario del BCE?” (30 de enero de 2020)
https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/who-owns-the-ecb.es.html
✓ “Tercer programa de bonos cubiertos” (2 de abril de 2020)
https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/cbpp3-qa.en.html

Banco de España:

✓ El proceso de integración europea
https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/el-proceso-de-in/
✓ El SEBC, el Eurosistema, el BCE, y los bancos centrales nacionales
https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/inst/sebc/El_SEBC__el_Eur_51567339e2d0441.html
✓ La estrategia del BCE
https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/estrategia/La_estrategia_del_BCE.html
✓ La participación en el capital del BCE
https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/inst/capital/La_participacio_998cbaee75d0441.html
✓ Los instrumentos del Eurosistema
https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html

El confidencial:

✓ Óscar Giménez; “El BCE amplía en 600.000 M su bazuca y prevé un desplome del PIB del 8,7% en 2020” (4 de junio de 2020)

https://www.elconfidencial.com/mercados/2020-06-04/bce-compras-deuda-pepp-crisis-coronavirus_2624419/

El economista:

✓ "Draghi anuncia el comienzo de los preparativos de más medidas de estímulo" (4 de diciembre de 2014) https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/6300768/12/14/Draghi-anuncia-el-comienzo-de-los-preparativos-de-mas-medidas-de-estimulo.html

✓ "El BCE saca al fin la artillería pesada contra el coronavirus y anuncia un plan de compra de deuda pública y privada de 750.000 millones" (19 de marzo de 2020) https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10426158/03/20/El-BCE-anuncia-un-Programa-de-Compras-de-Emergencia-para-Pandemias-PEPP-de-750000-millones-de-euros.html

✓ Vicente Nieves; "El legado de Mario Draghi" (23 de octubre de 2019) https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10156750/10/19/El-legado-de-Mario-Draghi-el-hombre-que-salvo-al-euro-y-sale-magullado-por-las-garras-de-los-halcones.html

El país:

✓ Emilio Ontiveros; "Década perdida en la Eurozona" (28 de agosto de 2017) https://elpais.com/economia/2017/08/24/actualidad/1503568003_577168.html

✓ Luis Doncel; "Draghi lanza un ambicioso paquete para estimular la economía por el temor a la recesión" (12 de septiembre de 2019) https://elpais.com/economia/2019/09/12/actualidad/1568281290_667734.html

Eurostat: https://ec.europa.eu/eurostat

Expansión:

✓ Agencias Madrid; "El BCE alivia los límites a las compras de su plan de emergencia contra el coronavirus" (26 de marzo de 2020) https://www.expansion.com/mercados/2020/03/26/5e7c6eb5e5fdea5d3f8b45e1.html

✓ Andrés Stumpf; "El BCE anuncia un nuevo programa de compras de deuda de 750.000 millones de euros" (18 de marzo de 2020) https://www.expansion.com/mercados/2020/03/18/5e728f47468aebe5618b45fe.html

✓ Andrés Stumpf; "Lagarde afronta el debate sobre como se toman las decisiones en el BCE" (12 de noviembre de 2019) https://www.expansion.com/mercados/2019/11/12/5dc9d4cc468aebfb5c8b469c.html

✓ M.L. Verbo; "El BCE amplía en 600.000 millones su programa anti coronavirus y advierte de una caída del PIB este año del 8,7%" (4 de junio de 2020)

https://www.expansion.com/mercados/2020/06/04/5ed8dfe5e5fdea3f4b8b4663.html