



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales  
Grado en Relaciones  
Internacionales

Trabajo Fin de Grado

**Propuesta de política  
monetaria para la Zona  
Euro en el contexto de la  
invasión de Rusia a  
Ucrania**

Estudiante: Celia Arroyo Pavón

Directora: Elena María Díaz Aguiluz

Madrid, Abril 2023

## **RESUMEN**

Desde 2012, la política monetaria del Banco Central Europeo ha sido sistemáticamente expansiva para potenciar la actividad económica e impulsar la inflación con el objetivo de que alcance el 2% a medio plazo en la Zona Euro, tras las consecuencias económicas de la crisis financiera.

La invasión de Rusia a Ucrania el 24 de febrero de 2022 ha causado un giro de los acontecimientos, aumentando la inflación de manera exponencial. Ello ha supuesto la necesidad del cambio de rumbo de la política monetaria y el planteamiento de la subida de los tipos de interés en la Eurozona.

En este Trabajo de Fin de Grado, se expondrá una propuesta de política monetaria para el Banco Central Europeo en el contexto de la guerra entre Rusia y Ucrania para hacer frente a la elevada tasa de inflación en la Zona Euro.

**Palabras clave:** Política monetaria; Zona Euro; Ucrania; instrumentos no convencionales.

## **ABSTRACT**

Since 2012, the European Central Bank's monetary policy has been consistently expansionary in order to boost economic activity and inflation, with the goal of reaching 2% in the Eurozone in the medium term, after the economic consequences of the financial crisis.

Nevertheless, Russia's invasion of Ukraine on February 24<sup>th</sup>, 2022, has caused a turn of events, increasing inflation exponentially. This fact has created the need for a change of direction in ECB's monetary policy and the consideration of raising interest rates in the Eurozone.

In this Final Degree Project, a monetary policy for the European Central Bank will be presented, in the context of the war between Russia and Ukraine, to deal with the high inflation rate in the Eurozone.

**Keywords:** Monetary policy; Eurozone; Ukraine; unconventional instruments.

## ÍNDICE

<b>1. OBJETIVO .....</b>	<b>7</b>
<b>2. METODOLOGÍA.....</b>	<b>7</b>
<b>3. CONTEXTUALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA EURO.....</b>	<b>8</b>
3.1. BASE JURÍDICA .....	8
3.2. OBJETIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA .....	8
3.3. VARIABLES DE LA POLÍTICA MONETARIA .....	9
3.4. TIPOS DE POLÍTICA MONETARIA .....	9
3.5. REVISIÓN DE LOS INSTRUMENTOS CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE HASTA LA CRISIS PANDÉMICA.....	10
3.5.1. <i>Tipos de interés de referencia</i> .....	10
3.5.2. <i>Interés de la facilidad permanente de depósito</i> .....	11
3.5.3. <i>Interés de la facilidad permanente de crédito</i> .....	12
3.5.4. <i>Coficiente de caja</i> .....	13
3.6. REVISIÓN DE LOS INSTRUMENTOS NO CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE HASTA LA CRISIS PANDÉMICA.....	13
3.6.1. <i>Facilidad de disponibilidad extraordinaria</i> .....	14
3.6.2. <i>Expansión cuantitativa limitada</i> .....	15
3.6.3. <i>Expansión cuantitativa ilimitada</i> .....	16
3.6.4. <i>Forward guidance</i> .....	16
<b>4. EFECTOS MACROECONÓMICOS EN EUROPA DE LA INVASIÓN .....</b>	<b>17</b>
4.1. ORÍGENES E INICIO DE LA INVASIÓN .....	17
4.2. EFECTOS MACROECONÓMICOS EN EUROPA .....	19
4.2.1. <i>Efectos de primera ronda: energía, materias primas y alimentos</i> .....	20
4.2.2. <i>Efectos de segunda ronda: inflación, tipos de interés y deuda</i> .....	25
<b>5. ANÁLISIS Y EVOLUCIÓN DE LOS CONSEJOS DE GOBIERNO DEL BCE DESDE FEBRERO DE 2022.....</b>	<b>32</b>
5.1. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 3 DE FEBRERO DE 2022 .....	34
5.2. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 10 DE MARZO DE 2022.....	35
5.3. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 14 DE ABRIL DE 2022 .....	37
5.4. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 9 DE JUNIO DE 2022.....	38
5.5. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 21 DE JULIO DE 2022 .....	40
5.6. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 8 DE SEPTIEMBRE DE 2022.....	41
5.7. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 27 DE OCTUBRE DE 2022 .....	42
5.8. <i>SHADOW RATE</i> .....	43
<b>6. PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA PARA LA ZONA EURO .....</b>	<b>45</b>
6.1. RESOLUCIÓN DEL SHOCK DE OFERTA.....	46
6.2. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA .....	47
6.3. SUBIDA MÁS ACELERADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES .....	49
6.4. FIN DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES A LARGO PLAZO.....	52
6.5. REFORMA DE LAS TLTROS Y EL TAPP .....	52
6.6. FIN DE LA COMPRA DE DEUDA A PAÍSES DEL SUR DE EUROPA Y FIN DEL TPI54	
6.7. REFORMAS PENDIENTES EN LA POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA EURO ..	58

<b>6.8. ALINEACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA EURO A LA DE OTROS BANCOS CENTRALES.....</b>	<b>60</b>
<b>7. CONCLUSIONES.....</b>	<b>61</b>
<b>8. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>63</b>
<b>9. APÉNDICE .....</b>	<b>82</b>
<b>9.1. PROPUESTA DE REFORMA FISCAL .....</b>	<b>82</b>
<i>9.1.1. Dotación de capacidad fiscal.....</i>	<i>83</i>
<i>9.1.2. Reforma del “brazo correctivo”.....</i>	<i>85</i>
<i>9.1.3. Reforma del “brazo preventivo” .....</i>	<i>86</i>

## ÍNDICE FIGURAS

FIGURA 1: UBICACIÓN DE LAS REGIONES CON MAYOR POLÉMICA DE LA GUERRA ENTRE RUSIA Y UCRANIA.....	18
FIGURA 2: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL DE LA UNIÓN EUROPEA PARA LOS CONSUMIDORES DOMÉSTICOS ENTRE 2008 Y 2022 (EUR POR KWH) .....	22
FIGURA 3: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL DE LA UNIÓN EUROPEA PARA LOS CONSUMIDORES NO DOMÉSTICOS ENTRE 2008 Y 2022 (EUR POR KWH) .....	23
FIGURA 4: EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES MENSUALES BASADOS EN DÓLARES ESTADOUNIDENSES NOMINALES, 2010=100, DE 2019 A 2023.....	24
FIGURA 5: EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN ZONA EURO .....	26
FIGURA 6: EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE ZONA EURO .....	27
FIGURA 7: EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE PAÍSES DE LA ZONA EURO DESDE 2000 HASTA 2022 (EN MILLONES DE EUROS).....	29
FIGURA 8: EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN EN LOS PAÍSES DE LA ZONA EURO EN SEPTIEMBRE DE 2022.....	30
FIGURA 9: EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL RESPECTO A LA INDUSTRIA TOTAL Y PRINCIPALES AGRUPACIONES INDUSTRIALES.....	31
FIGURA 10: VARIACIÓN ANUAL DEL PIB EN LA ZONA EURO.....	32
FIGURA 11: TIPOS DE INTERÉS EN LA ZONA EURO Y <i>SHADOW RATE</i> .....	44
FIGURA 12: EFECTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA .....	49
FIGURA 13: PRIMA DE RIESGO EN PAÍSES DE LA ZONA EURO EN 2022.....	55

## 1. OBJETIVO

En los últimos años, como consecuencia de la recesión económica iniciada con motivo de la crisis financiera de 2008, el Banco Central Europeo ha mantenido una política monetaria expansiva mediante el empleo de instrumentos tanto convencionales como no convencionales. La finalidad era incrementar la tasa de inflación en la Zona Euro hasta que alcanzase el 2% a medio plazo.

Sin embargo, iniciado por la crisis pandémica y potenciado por la invasión rusa de Ucrania, se ha dado un importante incremento de la inflación en la Eurozona.

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado consiste en desarrollar una propuesta de la política monetaria que debería implementarse a nivel europeo para paliar el problema de inflación ya que, escasea la literatura que revise las actuaciones de política monetaria europea en el contexto actual por ser la invasión de Ucrania un fenómeno tan reciente.

Por ello, en este TFG, se establecerá el marco conceptual necesario para justificar la propuesta, se tratarán los efectos macroeconómicos en Europa de la invasión, se revisarán los instrumentos de política monetaria empleados hasta el momento valorándose si han funcionado y en qué medida y, finalmente, se realizará la propuesta de política monetaria europea pertinente.

## 2. METODOLOGÍA

La metodología que se ha empleado para desarrollar el presente Trabajo de Fin de Grado es la revisión bibliográfica, consistente en la recopilación de información y datos de archivos, documentos, estudios, bases de datos e investigaciones de aquellos autores que han investigado previamente sobre la política monetaria europea. Para ello, se han empleado como base fuentes de información secundarias como Google Scholar, Dialnet y el Repositorio de la Universidad Pontificia Comillas.

### 3. CONTEXTUALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA EURO

#### 3.1. BASE JURÍDICA

De acuerdo con el Tratado de Maastricht –TFUE–, la política monetaria de la Unión Europea sería ejercida por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), aunque protagonizada por el Banco Central Europeo (BCE) (Unión Europea, 2007).

Ello se debe a que, en un principio, se pensaba que todos los países de la Unión Europea (UE) iban a integrarse en la Unión Económica y Monetaria de la Zona Euro (UEM). Al no ser así, el SEBC quedó sin autoridad (Banco Central Europeo, s.f.).

El Eurosistema, formado por el BCE junto con los bancos centrales de los países del euro, países que forman parte de la UEM, es el encargado de asumir las funciones que el Tratado de Maastricht asignaba al SEBC, recogidas en el artículo 127.2 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y, por tanto, “de definir y ejecutar la política monetaria de la Unión” (Unión Europea, 2007).

#### 3.2. OBJETIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

De acuerdo con los artículos 127.1 y 282.2 del TFUE, el objetivo principal de política monetaria de la Unión Europea es “la estabilidad de precios y, sin perjuicio del cual, apoyar las políticas generales de la Unión” (Unión Europea, 2007). Este objetivo fue cuantificado por el Consejo de Gobierno del BCE en 1998 como un “aumento anual en el índice armonizado de precios al consumo para la eurozona por debajo del 2% a medio plazo” (Banco Central Europeo, 1998). En 2003, se dio una flexibilización estableciéndose que debía estar “por debajo, pero cerca del 2%, en el medio plazo” (Banco Central Europeo, 2003). En julio de 2021, se estableció un “objetivo simétrico del 2% en el medio plazo” (Banco Central Europeo, 2021b) suponiendo que las desviaciones serían despreciables tanto al alza como a la baja.

### 3.3. VARIABLES DE LA POLÍTICA MONETARIA

Para alcanzar la estabilidad de precios que tiene la política monetaria de la Zona Euro como objetivo, el BCE dispone de dos variables sobre las que trata de incidir: la cantidad de dinero en circulación –oferta monetaria–, y los tipos de interés. El empleo de ellas dependerá de las dinámicas del mercado (Banco Central Europeo, s.f.).

Cabe hacer mención de que el BCE tiene capacidad para influir sobre estas dos variables a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria (Smith, 2019). Sin embargo, no determina ni la cantidad de dinero en circulación ni los tipos de interés por decreto (Banco Central Europeo, s.f.). Esto se debe a que hay otros agentes tomando decisiones de manera independiente sobre la inversión y el consumo, puesto que Europa consiste en una economía capitalista (Fuest & Heinemann, 2017). Ejemplo ilustrativo de ello es que el BCE sí determina la cantidad de moneda y billete que emite o los tipos de interés oficiales, no obstante, ello está subordinado a las actuaciones bancarias y financieras del resto de actores del sistema. Es decir, los bancos, por ejemplo, deciden cuánto dinero prestar (efecto multiplicador del dinero) y a qué precio (Parlamento Europeo, 2022).

Por todo ello, se dice que el Banco Central Europeo incide, pero no determina la cantidad de dinero en circulación y los tipos de interés (Schoenmaker, 2015).

### 3.4. TIPOS DE POLÍTICA MONETARIA

Todas las actuaciones sobre las dos variables de las que se viene hablando pueden ser de dos tipos, de política monetaria expansiva o de política monetaria contractiva (Bénassy-Quéré & Weder di Mauro, 2018).

Desde 2012, la política monetaria del BCE ha sido sistemáticamente expansiva con el objetivo de potenciar la actividad económica e impulsar la inflación fomentando el consumo, la inversión, el empleo, la demanda... y penalizando el ahorro para mitigar las consecuencias de la crisis financiera de 2008 (De Grauwe, 2018). Para ello, se ha aumentado la oferta monetaria, promoviendo así el consumo, y se han disminuido los

tipos de interés, permitiendo acceso fácil y barato al crédito y penalizando el ahorro, en la Zona Euro (De Jonghe et al., 2021).

Por el contrario, una política monetaria contractiva busca controlar la inflación y moderar el crecimiento de los precios desincentivando el consumo y la inversión y favoreciendo el ahorro. Para enfriar la economía y evitar el recalentamiento económico, el BCE trata de disminuir la oferta monetaria y aumentar los tipos de interés (Mankiw, 2016).

Recientemente y como se explicará más adelante, la política monetaria de la Zona Euro ha comenzado a ser restrictiva, siendo el punto de inflexión las consecuencias de la invasión de Rusia a Ucrania (Hernández de Cos, 2022).

### 3.5. REVISIÓN DE LOS INSTRUMENTOS CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE HASTA LA CRISIS PANDÉMICA

El BCE dispone de instrumentos de política monetaria ordinarios para incidir en la oferta monetaria y los tipos de interés. Estos son los tipos de interés de referencia, la facilidad permanente de depósito, la facilidad permanente de crédito y el coeficiente de caja (Banco Central Europeo, s.f.).

En el presente apartado, se explicarán estos instrumentos convencionales de política monetaria, así como el uso de ellos para contrarrestar los efectos de la crisis de 2008 en la Zona Euro. Para lograr este fin, se implementó una política monetaria expansiva, como se ha mencionado previamente, puesto que el objetivo era potenciar la actividad económica e impulsar la inflación (Cuatrecasas, 2022).

#### 3.5.1. Tipos de interés de referencia

Los tipos de interés de referencia son el mínimo de la puja de las operaciones de financiación ordinarias a una semana (*MRO rate*). Este es el tipo de interés mínimo al que el BCE presta dinero a otros bancos comerciales o a las instituciones financieras que disponen de acceso (Arenillas, 2021). Cuando se quiere impulsar la economía, este tipo de interés tiende al 0% para que los bancos dispongan de mayor liquidez para conceder

créditos. Por el contrario, cuando se desea frenar el consumo, el BCE concede créditos a un tipo mayor, dificultando así el acceso a los préstamos (Banco Central Europeo, 2022h). Desde el año 2016, los tipos de interés de referencia han tendido al 0%. En 2018, se comenzó a hablar de una posible subida a finales de 2018 o comienzos del 2019. Sin embargo, a finales del 2018, se confirmó que se mantendría en 0% y se retrasaría su subida al 2020. Sin embargo, se descartó de nuevo para el 2020 como resultado de la crisis provocada por la pandemia del COVID-19 (Parlamento Europeo, 2022). Se observa un retraso paulatino que ocurre de manera sucesiva en la subida de los tipos de interés de referencia (Döhrn & Schmidt, 2021). Ello no es más que una señal de cómo es comprendido el funcionamiento del ciclo económico y su naturaleza. El motivo es que, pese al empleo de medidas de política expansiva, no se conseguía recuperar el nivel de actividad económica previo a la crisis financiera. Por ello, se concluye que el escenario macroeconómico de la Zona Euro se encontraba en postcrisis con débil crecimiento, situación que se exacerbó aún más como consecuencia de la pandemia (López-Pérez & Dejuán, 2021).

### 3.5.2. Interés de la facilidad permanente de depósito

El interés de la facilidad permanente de depósito es el interés al que el Banco Central Europeo remunera los depósitos a un día. Para mantener la solvencia y el dinamismo de las relaciones económicas en la Zona Euro, el BCE permite a los bancos comerciales realizar depósitos a un día cuando tienen excesos de liquidez (Stoll & Tafel, 2018). Si el objetivo es favorecer la economía, se establecerá un tipo de interés de depósito negativo, para penalizar los depósitos, promoviendo que haya mayor cantidad de dinero en circulación. Por el contrario, se subirá para desacelerar la economía, puesto que supondría una rentabilidad positiva depositar el dinero en el BCE (Blattner & Schulze, 2019). Cabe mencionar que el interés de la facilidad permanente de depósito se aplica únicamente a las cantidades depositadas que exceden el coeficiente de caja (Banco de España, s.f.).

Con motivo de la necesidad de promover la actividad económica tras la crisis financiera, este tipo de interés se fue bajando de manera gradual hasta alcanzar niveles negativos. En 2019, se bajó al -0,5%, mínimo histórico, lo que implicaba que los bancos que hiciesen depósitos en el BCE tuvieran que pagar por ello, con el objetivo de aumentar la liquidez

en la economía (Parlamento Europeo, 2022). Este nivel se ha mantenido constante hasta 2022, como se verá más adelante (Banco Central Europeo, 2022e).

### 3.5.3. Interés de la facilidad permanente de crédito

El tipo de interés contrario al de la facilidad permanente de depósito es el de la facilidad permanente de crédito. Se trata del tipo de interés al que los bancos comerciales pueden obtener del BCE crédito a un día. La política monetaria expansiva supondría bajar este tipo. Por el contrario, la restrictiva consistiría en aumentarlo, es decir, dificultar el acceso al crédito (García, 2018).

Como bien se viene mencionando, la política monetaria para contrarrestar los efectos de la crisis financiera ha sido sistemáticamente expansiva. Con el objetivo de que el dinero circulase y se concediesen más créditos, el Banco Central Europeo bajó este tipo de interés hasta llegar al 0,25%, es decir, prácticamente laxo (Parlamento Europeo, 2022). Este nivel se ha mantenido constante hasta 2022, como se verá más adelante. Además, para favorecer las condiciones de financiación, el BCE se ha mantenido flexible con el colateral, concepto explicado a continuación (Jiménez, 2019).

Como se verá más adelante, la invasión rusa de Ucrania supondrá el inicio de la subida de los tipos de interés del en la Eurozona después de once años (Fernández-Huerga, 2022).

#### 3.5.3.1. Concepto de colateral

El colateral hace referencia a los activos que el Banco Central Europeo solicita a las entidades bancarias como garantía al proporcionarles financiación. De esta manera, el BCE logra disminuir el riesgo de impago de los préstamos que concede y así mantener su balance protegido (Banco Central Europeo, 2021a).

El colateral es solicitado por el BCE para las actividades de financiación de los bancos, es decir, para las operaciones principales de financiación y para la facilidad permanente de crédito (Pozos-Estrada, 2019).

Distintos tipos de activos son aceptados como colateral, desde valores emitidos por el gobierno, entidades públicas, entidades bancarias y compañías privadas, hasta instrumentos financieros estructurados y titulizados (Barr, 2021).

El colateral puede ser de mayor o menor calidad crediticia en función del tipo de política monetaria (expansiva o contractiva). Cuando se tiene como objetivo estimular la economía, se es más flexible con el colateral, y viceversa (Banco Central Europeo, 2019).

#### 3.5.4. Coeficiente de caja

Por último, entre los instrumentos de política monetaria ordinarios, se encuentra el coeficiente de caja. Se trata del nivel mínimo de reservas estipulado por el BCE que los bancos comerciales han de mantener y que no pueden prestar. Una política monetaria expansiva reduce los coeficientes de caja mientras que una restrictiva los aumenta (Beck, Gruendl & Padula, 2019).

Aunque los instrumentos de política monetaria tradicionales explicados sí estimularon en cierta medida el crecimiento económico europeo, sus efectos fueron escasos y no lograron contrarrestar completamente los efectos negativos de la crisis financiera (Babecký & Havránek, 2018).

### 3.6. REVISIÓN DE LOS INSTRUMENTOS NO CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE HASTA LA CRISIS PANDÉMICA

La flexibilidad es uno de los fundamentos que caracterizan la política monetaria del BCE ante adversidades que supongan riesgos para el objetivo de la estabilidad de precios (Goglio & Ferri, 2020). Por ello, además de estos cuatro instrumentos convencionales de política monetaria explicados, hay momentos en los que es necesario añadir nuevos instrumentos. Es decir, emplear instrumentos extraordinarios para combatir situaciones extraordinarias. Cabe destacar que todos ellos son de política monetaria expansiva, empleados para paliar las consecuencias de la crisis financiera, ya que mediante los

instrumentos de política monetaria convencionales no se logró recuperar el crecimiento económico previo a 2008 (Gómez, 2015).

### 3.6.1. Facilidad de disponibilidad extraordinaria

La facilidad de disponibilidad extraordinaria o “barra libre” de liquidez es una medida extraordinaria complementaria a la facilidad permanente de crédito (Debelle & O'Brien, 2019). Entre 2011 y 2012 se lanzaron las *Long Term Refinancing Operations* (LTRO) con un vencimiento de hasta tres años. Mediante ello, el objetivo del BCE era prestar dinero a los bancos comerciales y que lo destinasen a conceder créditos, incentivando así el consumo e inversión (Patiño, 2017). Sin embargo y, contra todo pronóstico, los bancos emplearon estas facilidades para sanear sus balances y para comprar deuda pública a los estados (De Santis & Surico, 2021). Este lanzamiento consistió en un billón de euros en dos paquetes de 500.000 millones a un 1% de interés con un vencimiento de tres años y sin límite, para que los bancos tuviesen acceso al crédito más allá de la facilidad permanente de crédito (Parlamento Europeo, 2022).

Debido al fallo mencionado de los paquetes anteriores, en 2014, las LTRO fueron reemplazadas por las *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO) con un vencimiento de hasta cuatro años. Sin embargo, la especial diferencia entre ambas fue que las TLTRO tenían un objetivo específico, obligando este programa a que los recursos se destinasen a préstamos al consumo o a las empresas; es decir, que se sometiesen a los objetivos del BCE (Parlamento Europeo, 2022).

En 2019, se lanzaron las TLTRO III y, en 2020, las *Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations* (PELTRO) con motivo de las incidencias de la pandemia del COVID-19 en la economía (Parlamento Europeo, 2022). Ambos programas de política monetaria no convencional fueron esenciales para neutralizar las consecuencias de la crisis por la pandemia, puesto que proporcionaron liquidez tanto al sistema bancario como a la economía real.

### 3.6.2. Expansión cuantitativa limitada

La expansión cuantitativa limitada trataba de promover la economía mediante la compra de activos, enfocada en la deuda soberana, inyectando así liquidez en el sistema. Con esta medida, el BCE facilitaba la financiación de los estados de la Zona Euro en un contexto de crisis (Mellen, 2020).

Consistió en la misma actuación que la Reserva Federal, pero algo tardía. Entre 2010 y 2012 se puso en marcha el *Securities Market Programme* (SMP), un programa acotado para comprar deuda pública de aquellos estados que enfrentaban mayores dificultades. El BCE utilizó 218.000 millones de euros para comprar deuda pública, siendo el 45% destinado a deuda italiana, el 25% a la española y porcentajes menores a la griega y portuguesa (Parlamento Europeo, 2022). Se hacía para evitar picos en la prima de riesgo, esta es, la diferencia entre el rendimiento que ofrece un bono del gobierno alemán respecto al bono de otro país emisor (Steinkamp & Tornell, 2021).

Este programa pretendía ser reemplazado en 2012 por el *Outright Monetary Transactions* (OMT). El objetivo era evitar situaciones en las que nadie comprase deuda de un país y éste se quedase sin alternativas de financiación (Parlamento Europeo, 2022). Esta medida fue uno de los ejemplos mediante los cuales el BCE demostró su flexibilidad ante los imprevistos. Fue en este mismo año en el que Mario Draghi (2012), pronunció en su discurso una de las frases que mejor describen la política monetaria de la Zona Euro: “El BCE hará todo lo que sea necesario para preservar el euro. Y créanme, será suficiente”.

Aunque este instrumento nunca llegó a aplicarse, sí actuó como disuasión (Blettner & Gündüz, 2016). El programa consistía en que el BCE compraría toda la deuda del país que lo pidiera bajo dos condiciones. En primer lugar, la solicitud debía ser realizada por el propio país. Y, en segundo, el solicitante tenía que aceptar un MOU, *memorándum* de entendimiento, lo cual suponía que el país permitía que el rescatador aplicase medidas en su economía y la aceptación de un compromiso con las políticas monetarias del BCE (Potrafke & Reischmann, 2020). Este *memorándum* de entendimiento causó tanto recelo en los estados que ninguno lo solicitó. De igual modo, no fue necesaria su aplicación ya que, en 2012, se paralizó el desplome de los títulos europeos y se empezó a revertir la tendencia de la prima de riesgo. En este punto, se encuentra un claro ejemplo de la

*forward guidance*, explicada en detalle a continuación y es que, cuando Mario Draghi anunció esta medida, cayeron tanto la prima de riesgo como el indicador de volatilidad (Parlamento Europeo, 2022).

La expansión cuantitativa limitada tuvo escasos efectos, pues el programa OMT nunca llegó a aplicarse y el SMP solo se aplicó durante 2 años y por tan solo de 215.000 millones de euros, lo cual es poco para una política monetaria (Feroni & Ravazzolo, 2019).

### 3.6.3. Expansión cuantitativa ilimitada

De la mano del instrumento anterior, en 2015, se inició la expansión cuantitativa ilimitada, o *Asset Purchase Programme* (APP), debido a lo acotado que fue el programa anterior. Consistía también en la compra de activos, sin embargo, en este caso de forma masiva y sin límite. En un primer momento, consistió en la compra de deuda privada y, a continuación, de deuda pública (Parlamento Europeo, 2022). Esta medida supuso una gran expansión del balance del BCE. El objetivo primordial era comprar activos para inyectar dinero en la economía y frenar la caída de los precios, generando así actividad económica. Sin embargo, se aprovechó esta medida para buscar también otros objetivos, por ejemplo, se daba prioridad a la compra de deuda de empresas sostenibles (Banco Central Europeo, s.f.).

La compra de deuda privada estuvo compuesta por cédulas hipotecarias, *Covered Bond Purchase Programme*, *Asset Backed Securities* (bonos de titulización de activos) y *Asset Backed Securities Purchase Programme*, así como otros títulos. Por su parte, la compra de deuda pública consistió en el *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), impulsado tanto a nivel nacional como regional. Ante los efectos de la crisis pandémica, se puso en marcha el *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) (Parlamento Europeo, 2022).

### 3.6.4. *Forward guidance*

Por último, aunque más que un instrumento propio de política monetaria es un criterio o instrumento de comunicación, se encuentra el anticipo de decisiones o *forward guidance*.

Es decir, las expectativas del BCE tienen una enorme influencia en el comportamiento de los agentes económicos (Banco Central Europeo, 2021c). Antes de tomar cualquier decisión de política monetaria, se adelanta lo que se va a hacer para que los agentes sepan cómo va a evolucionar la economía. Por tanto, el BCE debe tratar de evitar oscilaciones en las expectativas y ser especialmente cauteloso, porque sus comunicados pueden desestabilizar. Un ejemplo de ello sería cómo el mero anuncio de retirar las medidas de política monetaria expansiva es una política restrictiva (Tambakis & Vlassopoulos, 2021).

En este punto, cabe mencionar que los instrumentos no convencionales del BCE sí promovieron la economía europea y permitieron la inyección de liquidez adicional en los mercados, lo que impulsó el gasto y la inversión. Sin embargo, existe el debate sobre la eficacia de estos instrumentos, puesto que no se logró alcanzar el nivel de crecimiento previo a 2008 (Prieto-Rodríguez & Uxó-González, 2021).

#### 4. EFECTOS MACROECONÓMICOS EN EUROPA DE LA INVASIÓN

En este apartado, se explicarán tanto el origen de la invasión rusa de Ucrania como los efectos macroeconómicos que esta ha tenido en Europa.

##### 4.1. ORÍGENES E INICIO DE LA INVASIÓN

La invasión rusa de Ucrania, iniciada el 24 de febrero de 2022, ha supuesto un punto de inflexión en la política monetaria de la Zona Euro pues, aunque la inflación ya se encontraba en proceso de incremento, es este hecho el que la ha impulsado de manera exponencial (Semenova & Pylypenko, 2022). Esta situación ha puesto de manifiesto la necesidad del cambio de rumbo de la política monetaria y el planteamiento de la subida de los tipos de interés en la Zona Euro, los cuales se encontraban en mínimos históricos (Banco Central Europeo, 2022b).

Los orígenes de la invasión pueden localizarse tanto en las aspiraciones expansionistas rusas como en las constantes colisiones entre Rusia y la OTAN, cuyo propósito es precisamente el de neutralizar el poder de la Unión Soviética (Suárez, 2022).

Ucrania adquirió su independencia de la URSS en 1991 (Nodia, 1994). Y, aunque en diversas ocasiones ha optado por mantenerse neutral, ha tendido a inclinarse más hacia el bloque occidental. Ello ha hecho que sus relaciones con Rusia se hayan visto perjudicadas (Repenning & Astroza, 2022). A esto, hay que añadirle el interés geopolítico por parte de Rusia sobre la península de Crimea, lo que hizo que en 2014 el ejército ruso asaltase este territorio y lo anexionase, iniciándose así una guerra civil aún no finalizada (Solonenko, 2018). En el este de Ucrania, varios grupos prorrusos se sublevaron y formaron dos repúblicas separatistas: Donetsk y Luhansk (Repenning & Astroza, 2022).

En la Figura 1, puede comprobarse la localización geográfica de las tres regiones polémicas mencionadas (Crimea, Donetsk y Luhansk).

**Figura 1: ubicación de las regiones con mayor polémica de la guerra entre Rusia y Ucrania**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de BBC News Mundo, 2022*

En 2019, Volodímir Zelenski fue nombrado presidente de Ucrania, lo que incrementó la presión por parte de Rusia, quien envió soldados y aviones a la frontera con Ucrania (Chaisty & Whitefield, 2022).

Paralelamente, Rusia justificó el ataque por la ampliación de la OTAN hacia Europa del Este, es decir, hacia las repúblicas exsoviéticas. En 1999, la República Checa, Polonia y Hungría fueron incorporadas a la OTAN. En 2004, se adhirieron Estonia, Letonia, Lituania, Rumanía, Bulgaria, Eslovenia y Eslovaquia. En 2009, tuvo lugar la incorporación de Albania y Croacia. Macedonia del Norte fue reconocida en 2020 (OTAN, 2022).

El 21 de febrero de 2022, el gobierno ruso, presidido por Vladimir Putin, reconoció la República Popular de Luhansk y la República Popular de Donetsk. Tres días después, el 24 de febrero de 2022, Putin comunicó el comienzo de una “operación militar especial” en Ucrania. Rápidamente, el ejército ruso traspasó la frontera con Ucrania, bombardeando sus ciudades y comenzando así la invasión (Repenning & Astroza, 2022).

#### 4.2. EFECTOS MACROECONÓMICOS EN EUROPA

En este apartado, se analizarán los efectos macroeconómicos de la invasión rusa de Ucrania examinando, más detalladamente, la crisis energética, las materias primas, la inflación y el crecimiento económico.

La invasión está acelerando algunos procesos económicos ya iniciados de manera previa a esta, como es el incremento de la inflación, la cual ya se encontraba en un proceso de crecimiento, que ha sido intensamente estimulado como consecuencia del ataque ruso (Semenova & Pylypenko, 2022).

Asimismo, tanto la invasión por parte de Rusia como la resolución por parte de occidente tienen una gran trascendencia en los mercados internacionales y, más concretamente, sobre la energía y las materias primas (Kozyreva & Martens, 2022).

Para llevar a cabo este el análisis de los efectos macroeconómicos en Europa se ha hecho una división en efectos de primera ronda (energía, materias primas y alimentos) y efectos de segunda ronda (inflación, tipos de interés, deuda y crecimiento económico).

#### 4.2.1. Efectos de primera ronda: energía, materias primas y alimentos

En los últimos meses de 2021, el mercado energético ya se estaba tambaleando debido a factores geopolíticos, tecnológicos y atmosféricos (Kavvadia & Tzouvelekas, 2021). Con la invasión, este desorden se ve acrecentado puesto que Europa posee un alto grado de dependencia energética de Rusia (Semenova & Pylypenko, 2022).

La Unión Europea ha adquirido de manera anual 44 millones de toneladas de carbón ruso durante los últimos años. Ante esta situación y, antes de que Rusia cortase el suministro a Europa, esta última ha tenido que tomar una decisión, con la cual no solo obtendría aprovisionamiento, sino que también perjudicaría a Rusia, puesto que el 10% de sus exportaciones de carbón se realizaban a Europa. Esta solución ha consistido en importar el excedente de carbón australiano. Gracias a ello, la Unión Europea ha podido prohibir la importación de carbón procedente de Rusia (Real Instituto Elcano, 2022).

Europa es el principal importador de petróleo y derivados de Rusia, alcanzando sus compras en 2021 los 2,8 millones de barriles diarios. La suplencia del petróleo resulta más compleja que la de otras energías como el carbón. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) es capaz de suministrar un máximo de 4mbd, lo que sería suficiente para proveer el consumo de toda la Unión Europea con un extenso excedente, sin embargo, la OPEP no se muestra a fin a esta idea. Es necesario destacar que no es tan sencilla la sustitución del petróleo, pues existe de distintas cualidades, siendo el más similar al ruso el petróleo de Irán o de Irak. Aun así, la Unión Europea ha propuesto finalizar la importación de petróleo de Rusia a final de 2022. Todo ello resulta de vital importancia puesto que Rusia dispone de la capacidad necesaria para reorganizar su red de exportaciones de petróleo y redirigir la parte correspondiente a la UE hacia China (Real Instituto Elcano, 2022).

En cuanto al gas natural, como se puede observar en las Figuras 2 y 3, su precio ya se encontraba en proceso de crecimiento de manera previa a la invasión. En 2021, el precio

medio anual del gas natural aumentó un 361%. Esto se debió a la recuperación de la economía en el contexto de la crisis pandémica, la cual incidió en todos los sectores (Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, 2021).

Puede verse que el precio del gas natural comienza a aumentar de manera exponencial en 2021 y, a continuación, su crecimiento es potenciado por la invasión rusa de Ucrania (Carvalho & García, 2021). Cabe destacar que este agudo incremento de los precios del gas natural no se da en todas partes. En Europa sí tiene lugar porque es principalmente importadora; sin embargo, en Estados Unidos, no se da esta situación debido a que es principalmente exportador (Agencia Internacional de Energía, 2021).

La Unión Europea importa cada año aproximadamente 155 miles de millones de metros cúbicos de gas. La mayor parte de esta cantidad viene desde Rusia por gasoducto, lo cual es difícil de sustituir, ya que se requeriría una enorme inversión en nueva infraestructura (Agencia Internacional de Energía, 2021). Asimismo, los demás grandes exportadores de gas no disponen apenas de excedentes. Sin embargo, respecto al gas, la UE cuenta con la ventaja de que Rusia tiene también difícil la sustitución de compradores de gas, debido a la complejidad de las infraestructuras requeridas para su transporte (Real Instituto Elcano, 2022).

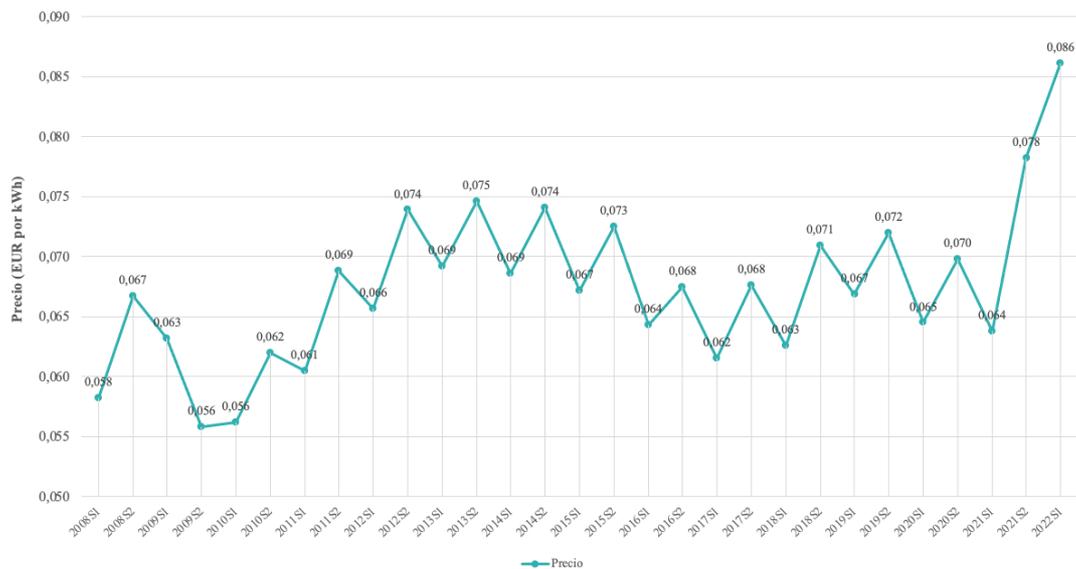
Aunque la sustitución del petróleo ruso resulta de elevada complejidad, lo es aún más la de gas ruso (Gómez-Elvira & García-Álvarez, 2019).

Argelia sí podría aumentar su exportación de gas natural a la Unión Europea. No es una cantidad demasiado elevada, pero sí útil para ir reduciendo la dependencia del gas ruso (Real Instituto Elcano, 2022). Sin embargo, no es demasiado fiable tampoco depender energéticamente de Argelia. Este país ha sufrido en las últimas décadas graves problemas de seguridad como el terrorismo y la inestabilidad en sus fronteras. Asimismo, Argelia es un estado caracterizado por la inestabilidad política, sufriendo frecuentemente cambios gubernamentales, revueltas y protestas (Clingendael Institute, 2020). Estos factores deterioran la industria energética y su exportación, afectando negativamente a aquellos países que importan energía procedente de Argelia (Administración de Información Energética, 2021).

Asimismo, se ha encontrado un sustitutivo al gas natural: el gas natural licuado (Esmail & Esmail, 2021). La Unión Europea y Estados Unidos ya han acordado el suministro de este por parte de los norteamericanos hacia Europa (Europa Press, 2021). Además, esta última podrá importarlo también de Qatar y Australia. No obstante, estas alternativas supondrían la necesidad de una enorme inversión en infraestructuras, así como un largo periodo de tiempo (McCallum, 2019). Asimismo, tiene un precio muy elevado, ya que la producción y el transporte de gas natural licuado encarecen su cadena de suministro respecto a otras fuentes energéticas, puesto que se requiere una importante reducción de la temperatura hasta  $-162^{\circ}\text{C}$  aproximadamente (así como el mantenimiento a este nivel) para conservarlo en estado líquido (Zhang & Wang, 2021).

La Comisión Europea ya ha propuesto REPowerEU, una iniciativa consistente en desprenderse de la dependencia energética de Rusia, comenzando por el gas natural. Para ello, se ha establecido el objetivo de diversificar las importaciones, así como impulsar las energías renovables y prescindir del consumo de gas para la calefacción y la generación de la electricidad (Comisión Europea, 2021c).

**Figura 2: evolución de los precios del gas natural de la Unión Europea para los consumidores domésticos entre 2008 y 2022 (EUR por kWh)**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat*

**Figura 3: evolución de los precios del gas natural de la Unión Europea para los consumidores no domésticos entre 2008 y 2022 (EUR por kWh)**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat*

La invasión rusa de Ucrania no solo ha disparado el precio de la energía y la necesidad de reducir la dependencia de esta, sino que también ha afectado a otros sectores, como el alimentario. Esto se debe a que la escasez o las perspectivas de escasez de estos han hecho que sus precios aumenten exponencialmente (Reuters, 2022).

De acuerdo con la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (2022), el precio de los productos alimentarios en 2021 se encontraba ya en un intenso proceso de incremento (23,1%). Sin embargo, desde febrero de 2022 esta cifra comienza a crecer de manera más agravada a raíz de la invasión rusa. Los productos con mayor subida de precio registrada son los cereales, el aceite, los lácteos, la carne y el azúcar.

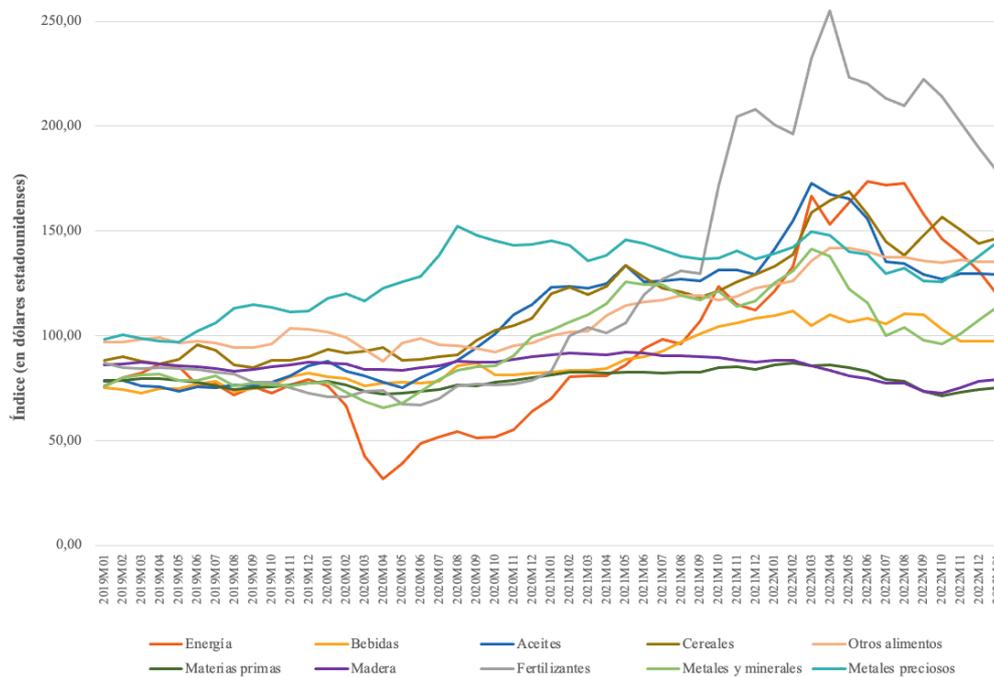
El conflicto en Ucrania y las correspondientes sanciones por parte de occidente a Rusia han tenido especiales consecuencias tanto en el envío como en la producción de cereales como el trigo y el maíz, al suponer los dos países involucrados en el conflicto alrededor del 30% y del 18% de las exportaciones globales de trigo y maíz, respectivamente. Esta cuestión es especialmente preocupante para aquellos estados con afianzadas relaciones

comerciales con Ucrania y Rusia, como son los países de Europa del Este (Real Instituto Elcano, 2022).

Asimismo, esta situación se ha visto agravada por la disminución del abastecimiento de fertilizantes y el incremento del precio del petróleo previamente explicado, ya que han potenciado la subida de los costes de cosecha, transporte y procesamiento de los productos alimentarios (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, 2022).

En la Figura 4, pueden observarse los índices mensuales basados en dólares estadounidenses nominales de distintos bienes mencionados.

**Figura 4: evolución de los índices mensuales basados en dólares estadounidenses nominales, 2010=100, de 2019 a 2023**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial*

#### 4.2.2. Efectos de segunda ronda: inflación, tipos de interés y deuda

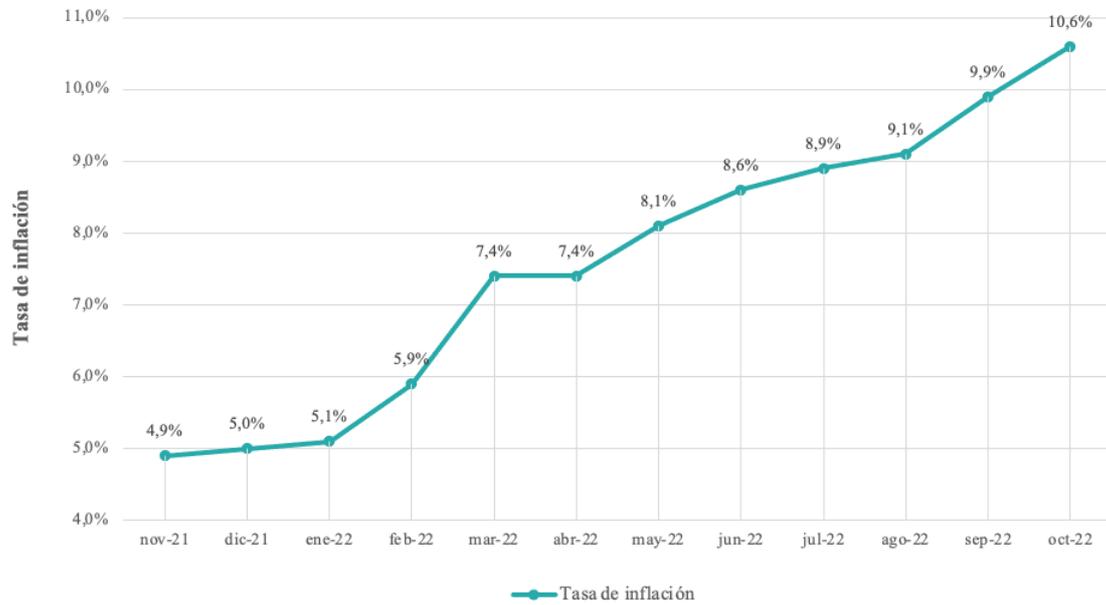
La crisis por la pandemia supuso ya un shock de oferta a nivel mundial, es decir, debido a la paralización de las economías, la producción descendió y, con ella, la oferta. A nivel macroeconómico, la curva de la oferta agregada fue desplazada hacia la izquierda. Y el nuevo equilibrio fue alcanzado a un nivel de producción inferior y para unos precios superiores (Semenova & Pylypenko, 2022).

El Global Supply Chain Pressure Index, índice creado por la Reserva Federal de Nueva York, evalúa la presión en la cadena de suministro de bienes. Incluye diversos factores entre los que destaca el precio del petróleo. Este análisis ofrece una visión del funcionamiento de la cadena de suministro y las consecuencias que puede tener en la inflación, en la producción y en la inversión. Un ejemplo podría ser la coyuntura ocurrida durante la pandemia, es decir, que una interrupción en la cadena de suministro provocó un aumento en los precios de los bienes (Hilscher & Nosbusch, 2022).

Sin estar aún la economía recuperada de la pandemia, comenzó la invasión rusa de Ucrania, que intensificó esta tendencia. Es decir, antes de la invasión, ya se veía la tendencia al alza de los precios en las cadenas de suministro (Semenova & Pylypenko, 2022).

En la Figura 5, puede verse cómo la inflación ya se encontraba en crecimiento progresivo de manera previa a la invasión, aunque el crecimiento exponencial se inicia a raíz de esta.

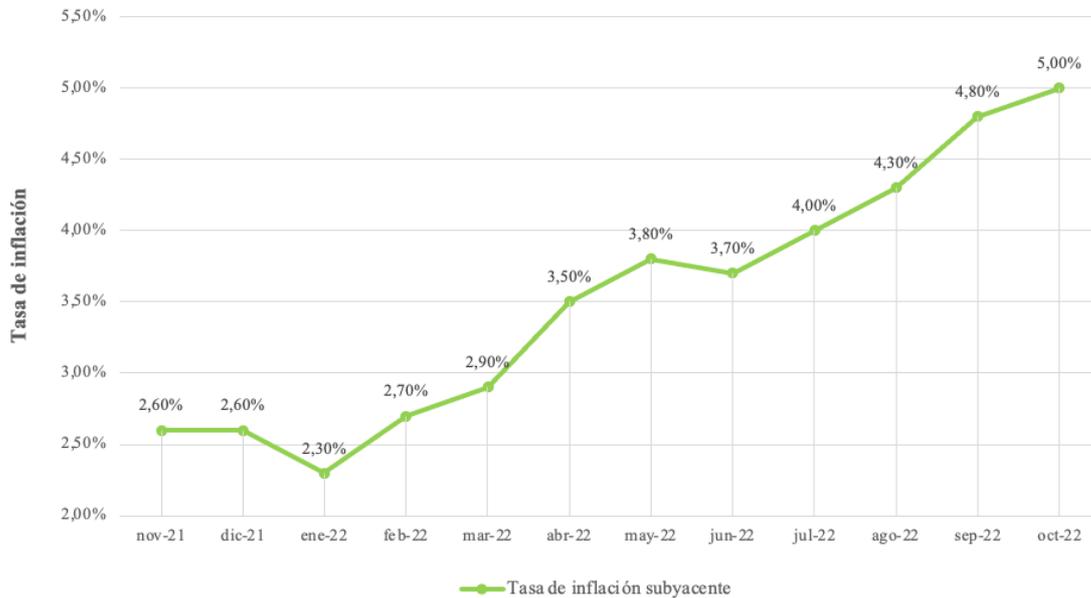
**Figura 5: evolución de la tasa de inflación Zona Euro**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat*

Los efectos de primera ronda han producido un *efecto de contagio* en los demás sectores, pues la subida de precios de materias primas y energía provoca la subida de precios de otros bienes y servicios (Figura 6).

**Figura 6: evolución de la tasa de inflación subyacente Zona Euro**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat*

La inflación subyacente no incluye ni los productos energéticos ni los bienes sin elaborar (Lavigne, 2018). Como puede comprobarse en la Figura 6, el incremento de esta se da a raíz del inicio de la invasión rusa de Ucrania el 24 de febrero de 2022.

Como se ha explicado previamente, el precio de la energía ya se encontraba en aumento de manera previa a la invasión. Sin embargo, como consecuencia de esta, inicia su crecimiento exponencial (Semenova & Pylypenko, 2022). Como ejemplo de ello, en la Figura 3, se pudo comprobar que el incremento moderado de los precios de gas natural se convirtió en incremento intenso con la invasión. Es este hecho el que marca la diferencia entre las gráficas de inflación general e inflación subyacente. La inflación general (Figura 5), la cual sí incluye el precio de la energía y los bienes sin elaborar, inicia su crecimiento antes. Por el contrario, la inflación subyacente (Figura 6), que no los incluye, comienza a incrementarse a raíz de la invasión rusa de Ucrania (Eurostat, 2022).

El problema real de esta situación de inflación es que los shocks de oferta son complejos de contrarrestar, pues las medidas de política monetaria influyen principalmente en la demanda agregada en lugar de en la oferta (Gambetti & Musso, 2020).

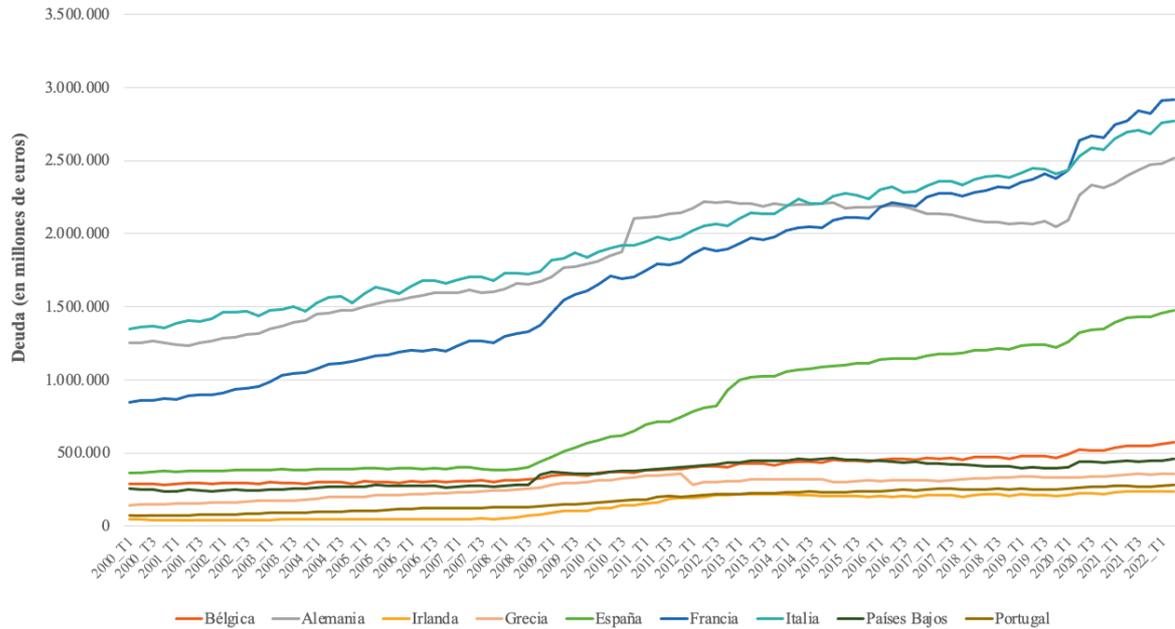
Las medidas del BCE para paliar esta situación, como se explicará más adelante, consisten principalmente en ir finalizando progresivamente las compras de activos (deuda estatal inclusive) e ir aumentando gradualmente los tipos de interés (Banco Central Europeo, 2022b).

El Banco Central Europeo, indudablemente, ha respondido a esta situación de inflación con el objetivo de mantener la estabilidad de precios (Banco Central Europeo, 2022b). Sin embargo, el problema de ello y la principal crítica que se explicará es que la subida de los tipos de interés y la contención en la compra de activos no resuelven el problema real: el incremento de los precios de la energía y las materias primas, sino que está tratando de contener la demanda para adaptarla a la nueva oferta, inferior y afectada por una acusada inflación (Timmermann, 2022).

En el análisis de las consecuencias macroeconómicas de la invasión no se puede dejar de lado la deuda, la cual es también un problema heredado (Fatas & Summers, 2018). Países de la Zona Euro como España, Portugal, Italia o Grecia nunca han conseguido recuperarse por completo de la crisis de deuda soberana provocada por la crisis financiera de 2008, debido a la cual, la deuda mundial alcanzó el 269% del PIB (Fondo Monetario Internacional, 2021a). Asimismo, para neutralizar los efectos de la pandemia, la deuda mundial incrementó, alcanzando la deuda mundial el 256% del PIB (Gallagher, Irwin & Wang, 2021). Con la invasión, la deuda estatal se ha visto incrementada de nuevo y su financiación se ha visto perjudicada por la subida de tipos de interés (Eurostat, s.f.).

En la Figura 7, puede comprobarse esta tendencia al alza de la deuda pública de países de la Eurozona.

**Figura 7: evolución de la deuda de países de la Zona Euro desde 2000 hasta 2022 (en millones de euros)**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat*

Los efectos de segunda ronda - inflación, tipos de interés y deuda – son parte de un triángulo vicioso. El BCE emplea la subida de los tipos de interés para “contrarrestar” la inflación provocada por la crisis de oferta agregada, aumentando la deuda estatal y perjudicando principalmente a los países que ya cuentan con un alto nivel de esta (Buendía & Fernández-Rodríguez, 2022).

Como puede observarse en la Figura 8, la inflación ha afectado a todos los países de la Zona Euro, todos con un nivel superior al objetivo del 2%. Sin embargo, no todos han sido afectados en la misma medida. Puede verse que la desviación típica de la mayor parte de países tomando como referencia la media de la Zona Euro no es muy grande. Sin embargo, países como Letonia, Estonia y Lituania sí se encuentran en la actualidad con una tasa de inflación bastante superior a la media: 21’80%, 22’50% y 24’10%, respectivamente (Eurostat, 2022).

**Figura 8: evolución de la tasa de inflación en los países de la Zona Euro en septiembre de 2022**

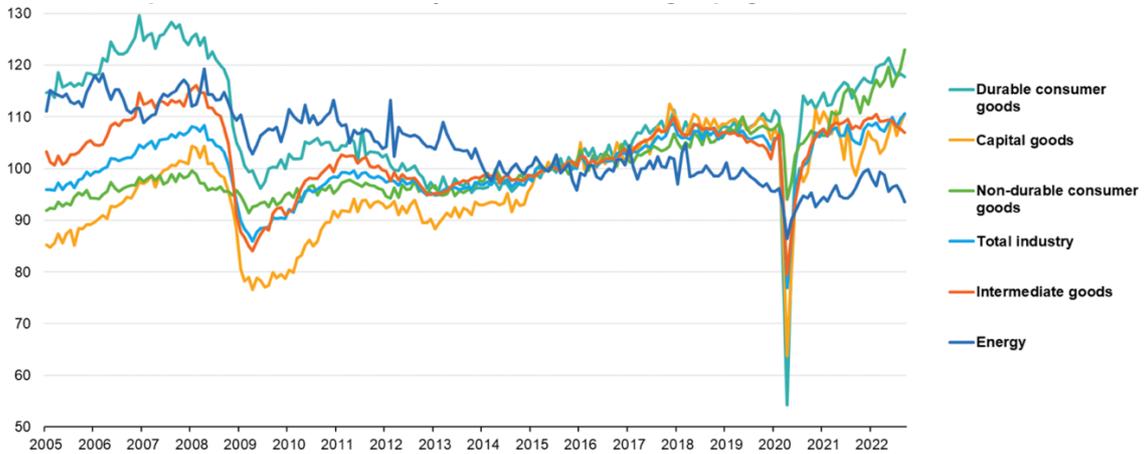


*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat*

En este apartado, cabe hacer mención del índice de producción industrial en los países de la Unión Europea, empleado para la medición de la producción industrial y la evolución de la economía (Instituto Nacional de Estadística, 2021).

Como puede comprobarse en la Figura 9, la producción industrial europea ha sufrido importantes modificaciones durante el siglo XXI (Lopez-Gomez, & Berzosa, 2021). Como consecuencia de la crisis financiera de 2008, la producción industrial disminuyó notablemente. A continuación, se recuperó gradualmente. Desde 2011, se mantuvo más o menos constante (Coe, 2014). Esta tendencia cambió con la crisis pandémica del COVID-19, la cual generó en 2020 una enorme caída de la producción industrial, que se ha ido recuperando de manera progresiva. Como se ha mencionado previamente, a raíz de la invasión rusa de Ucrania, la producción europea de energía y bienes intermedios se ha visto reducida (Eurostat, s.f.).

**Figura 9: evolución de la producción industrial respecto a la industria total y principales agrupaciones industriales**



*Fuente: recuperado de Eurostat*

En la Figura 10, puede observarse la variación anual del PIB en los países de la Eurozona. La mayor caída y el único periodo de la última década con una variación negativa tuvo lugar entre 2019 y 2020 como consecuencia de la crisis pandémica (Baldi, Koester & Rother, 2021). En 2021, el crecimiento del PIB no solo consiguió incrementarse, sino superar los niveles previos. A raíz de la invasión por parte de Rusia a Ucrania, en el primer trimestre de 2022, vuelve a producirse una caída progresiva, como consecuencia de la inflación y la crisis en la cadena de suministro de materias primas y energía, previamente explicadas (Fuest & Zoller-Rydzek, 2022).

**Figura 10: variación anual del PIB en la Zona Euro**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Datosmacro*

## 5. ANÁLISIS Y EVOLUCIÓN DE LOS CONSEJOS DE GOBIERNO DEL BCE DESDE FEBRERO DE 2022

Con el fin de comprender el contexto de política monetaria actual para desarrollar la propuesta, se expondrán las decisiones de política monetaria de los Consejos de Gobierno del BCE desde febrero de 2022, mes en que inició la invasión rusa de Ucrania.

Poco antes de la pandemia de COVID-19, se comenzó a plantear que las medidas de política monetaria restrictiva llevaban en vigor demasiado tiempo (Bholat, Lastra & Markose, 2020). Era conveniente intentar recuperar los niveles normales de los tipos de interés oficiales, pues mantener una medida sistemáticamente hace que esta pierda su efecto (Bank for International Settlements, 2019). Sin embargo, aunque resultaba oportuno dejar atrás las medidas excepcionales, aún no se había recuperado el crecimiento económico en Europa previo a la crisis de 2008. El crecimiento todavía era débil en los años 2017, 2018 y 2019 (Bénassy-Quéré et al., 2022). No obstante, esta cuestión finaliza con la pandemia, que obliga al Consejo de Gobierno del BCE a alejarse del escenario del incremento de los tipos de interés para revitalizar la economía por la nueva crisis pandémica iniciada en 2020. Pero no puede olvidarse que, si el empleo de instrumentos

de política monetaria perdura en un periodo de tiempo tan prolongado, dichos instrumentos pierden su efecto (International Monetary Fund, 2017).

En 2021, iniciaron las tensiones inflacionistas en Europa. En julio, la tasa de inflación media de los estados europeos se encontraba en un 2,2%, cifra superior al objetivo a medio plazo, lo que abrió de nuevo el debate sobre el inicio de una política monetaria contractiva en la Zona Euro (Houben & Stix, 2021). En este punto, cabe destacar que esta tasa de inflación no era del todo real, es decir, había tensiones inflacionistas, pero con una gran caída previa de los precios por la pandemia, que se estaba tardando en recuperar (Comisión Europea, 2021b). Los datos tienen que ser siempre relativizados. Por un lado, cuando la economía se paralizó unos meses y se reactivó, hubo un *boom* de demanda y un elevado crecimiento del PIB, por tanto, este nivel de inflación no era del todo real (Caldera & Georgiadis, 2021). Por otro lado, la tasa de inflación antes de la invasión rusa de Ucrania, también se había visto incrementada por motivos relacionados con la oferta, debido a los problemas de suministro provocados por los desajustes estructurales de la economía durante la pandemia (Fondo Monetario Internacional, 2021b).

Estas tensiones inflacionistas, aunque no del todo reales, implicaron que, poco antes de la invasión, el Consejo de Gobierno ya había iniciado una política monetaria restrictiva. Esta fue muy gradual, comenzando con el anticipo de decisiones o *forward guidance*, es decir, se anunció el fin o la reducción de las compras de activos. Asimismo, ya se veían unas primeras nociones de una posible subida de los tipos de interés, estableciendo que el final de la reinversión del principal de los activos del marco de APP sería posterior a dicha subida (Banco Central Europeo, 2022a). Esto se debe a que la Zona Euro ya se encontraba en periodo de incremento de inflación antes de la invasión (Houben & Stix, 2021).

Con la invasión rusa de Ucrania, este anticipo de decisiones ya iniciado se sigue intensificando (Banco Central Europeo, 2022b). Cabe destacar que la política restrictiva del BCE no consiste meramente en *forward guidance*, sino que, de manera gradual y progresiva, comienzan las acciones, como la subida de los tipos de interés oficiales después de once años y haber alcanzado niveles mínimos históricos (Bloomberg, 2022).

Los Consejos de Gobierno explicados a continuación tienen en cuenta la evolución de la tasa de inflación, mostrada gráficamente en la Figura 5, para la toma de decisiones de política monetaria y, por tanto, para ir adaptando los distintos instrumentos con el fin de alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios en la Zona Euro (Banco Central Europeo, s.f.).

Como se ha mencionado previamente, resulta imprescindible diferenciar el incremento de la inflación del crecimiento de la inflación subyacente. Mientras la primera ya se encontraba en proceso de crecimiento (Semenova & Pylypenko, 2022), como se comprobó en la Figura 5, la inflación subyacente no comienza a subir hasta la invasión rusa de Ucrania (Eurostat, s.f.), representada en la Figura 6. Sin embargo, el Banco Central Europeo tiene como objetivo lograr la estabilidad de la inflación armonizada, por lo que de manera previa a la invasión sólo estaba haciendo frente al crecimiento de precios en las materias primas, provocados por los cortes de suministro, pero que no estaban traducándose en efectos de segunda ronda (Hilscher & Nosbusch, 2022).

### 5.1. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 3 DE FEBRERO DE 2022

Tres semanas antes de la entrada de las tropas rusas en Ucrania el 24 de febrero de 2022, el Consejo de Gobierno del BCE se reunió, el 3 de febrero, última vez antes de la invasión y en el que las decisiones de política monetaria adoptadas son ajenas a esta.

En cuanto al **Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)**, durante los tres primeros meses de 2022, se seguirían realizando compras netas de activos, aunque a menor magnitud en comparación con las de finales de 2021. Asimismo, se estableció que se pondría fin a estas en marzo de 2022; no obstante, podrían reactivarse en caso de ser necesario para neutralizar los efectos de la pandemia. En cuanto al principal de los activos comprados que fuesen venciendo, se seguiría reinvertiendo como mínimo hasta finales de 2024 (Banco Central Europeo, 2022a).

La reducción del **Programa de compras de activos (APP)** fue determinada en diciembre de 2021. Las compras netas mensuales dentro del APP tendrían una cuantía de 40.000 millones de euros desde abril de 2022, de 30.000 millones de euros a partir de julio de

2022 y de 20.000 millones de euros desde octubre de 2022. Se mantendría este ritmo durante un periodo de tiempo aún indefinido. Asimismo, el Consejo de Gobierno estableció que este programa de compra de activos concluiría algo antes del inicio de la subida de los tipos de interés. Asimismo, en cuanto al principal de los activos comprados que fuesen venciendo, se seguiría reinvertiendo durante un periodo de tiempo impreciso por el momento, pero posterior a la subida de los tipos de interés oficiales (Banco Central Europeo, 2022a).

El **tipo de interés** de referencia, interés de la facilidad permanente de crédito y el interés de la facilidad permanente de depósito seguirían en los niveles previos del 0%, 0,25% y -0,5%, respectivamente, hasta que se considerase que la inflación subyacente era armonizable con una consolidación de la inflación en el 2% a medio plazo (Banco Central Europeo, 2022a).

Las condiciones de las **operaciones de financiación** no presentaron grandes cambios. El Consejo de Gobierno continuaría supervisando las condiciones de estas y garantizando que el vencimiento de las TLTRO III no impidiese alcanzar los objetivos de política monetaria establecidos. También se previó que las condiciones específicas de las TLTRO III finalizaran en junio de 2022. Además, se revisarían frecuentemente las TLTRO para asegurar que estuviesen cumpliendo con su finalidad (Banco Central Europeo, 2022a).

Por último, cabe destacar que el Consejo de Gobierno declaró estar capacitado para adaptar todos los instrumentos de política monetaria con el fin de garantizar una inflación del 2% a medio plazo (Banco Central Europeo, 2022a).

## 5.2. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 10 DE MARZO DE 2022

En este momento, Europa ya se encontraba sufriendo las consecuencias de la invasión de Rusia a Ucrania. Ello supuso un antes y un después en la política monetaria de la Zona Euro. El Consejo de Gobierno estableció su posicionamiento hacia Ucrania y determinó que facilitaría las medidas de liquidez necesarias y pondría en práctica las sanciones a Rusia estipuladas por la UE. Asimismo, hizo hincapié en que facilitaría todos los medios

necesarios para alcanzar su objetivo de la estabilidad de precios (Banco Central Europeo, 2022b).

Es en este momento en el que comenzó a contemplarse el incremento no solo de la tasa de inflación (Figura 5), sino también el de la inflación subyacente (Figura 6) (Eurostat, s.f.). Hasta este Consejo, el BCE estaba haciendo frente meramente al incremento de los precios de las materias primas ocasionados por los problemas en las cadenas de suministro (Timmermann, 2022). Sin embargo, la tensión geopolítica presente en estas fechas ocasionó un incremento de la inflación subyacente. Por ello, el Banco Central Europeo comenzó la adopción de medidas más restrictivas de política monetaria y el cese de las medidas expansivas (Banco Central Europeo, 2022b).

Todos los puntos y decisiones consensuadas en el Consejo del 3 de febrero respecto al **Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)** se reafirmaron (Banco Central Europeo, 2022b).

En cuanto al **Programa de compras de activos (APP)** hubo ligeras modificaciones, puesto que se adelantó la reducción de estas debido al incremento de la inflación producido por la invasión. Se estableció que las compras netas mensuales dentro del APP tendrían una cuantía de 40.000 millones de euros en abril de 2022, de 30.000 millones de euros en mayo de 2022 y de 20.000 millones de euros desde junio de 2022. Para las compras netas desde julio en adelante, se tomaría una decisión en función del desarrollo de los acontecimientos y el progreso alcanzado. Si las cifras apoyaban el objetivo de inflación a medio plazo, concluiría el programa. Por el contrario, si las expectativas cambiaban, se revisaría el programa de compras de activos (Banco Central Europeo, 2022b).

Respecto a los **tipos de interés oficiales**, estos se mantuvieron en los mismos niveles. Asimismo, se reafirmó que cualquier adaptación de estos se realizaría posteriormente al término del APP y se añadió que se realizará de manera gradual. En cuanto a las decisiones sobre las **operaciones de financiación**, se mantuvieron inalterables (Banco Central Europeo, 2022b).

Por último y con motivo de la invasión rusa, el Consejo de Gobierno optó por ampliar **la facilidad repo del Eurosistema para bancos centrales (EUREP)** hasta enero de 2023. Se trataba de líneas de liquidez con bancos centrales de estados que no perteneciesen a la Zona Euro. Las solicitudes recibidas se revisarían de manera individual. La aplicación de este instrumento se debía al elevado grado de inseguridad en los mercados ocasionado por la actuación rusa. El objetivo del BCE con esta actuación era evitar la posibilidad de contagio de los efectos regionales a los mercados financieros europeos (Banco Central Europeo, 2022b).

### 5.3. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 14 DE ABRIL DE 2022

A mediados de abril de 2022, se comenzó a observar que la invasión rusa a Ucrania no resultaba ser una ofensiva esporádica o puntual, sino que se trataba del comienzo de una guerra de imprecisa durabilidad. La incertidumbre por el desarrollo del conflicto ha incidido gravemente en la economía europea, debido a la desconfianza que ha supuesto para los consumidores y las empresas (González, 2022). Como ya se ha explicado previamente, se trata de un periodo caracterizado por la escasez de materias primas y el aumento de los precios de la energía y las materias primas, lo cual ha disminuido la demanda y obstaculizado la producción. El desarrollo de la economía y los mercados estará subordinado al avance del enfrentamiento (Hilscher & Nosbusch, 2022).

El Consejo de Gobierno estableció que, en ese momento, la inflación había experimentado un importante incremento que se mantendría al menos en los siguientes meses, siendo la causa principal de ello el aumento del precio de la energía, que había arrastrado a numerosos sectores (Banco Central Europeo, 2022c).

Cabe destacar que no podía olvidarse que los mercados aún no se habían recuperado completamente de las consecuencias de la crisis por la pandemia. Al pararse la actividad económica, se produjo un shock de oferta, provocando un desajuste entre la oferta y la demanda. Ello hizo que la inflación comenzase a aumentar, hecho que, como ya se ha mencionado, ha sido intensificado con la invasión rusa, la cual ha incentivado la ya iniciada subida de los precios (Semenova & Pylypenko, 2022).

El **Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)** finalizó en marzo de 2022, aunque se seguía reinvertiendo el principal de los activos comprados que fuese venciendo hasta finales de 2024. Respecto al **Programa de compras de activos (APP)**, como novedad, se estableció que deberían finalizar en julio de 2022. Las decisiones sobre los **tipos de interés oficiales** y las **operaciones de financiación** se mantuvieron inalterables (Banco Central Europeo, 2022c).

En último lugar, se destaca que el BCE actuaría con la flexibilidad requerida, de manera gradual y tomaría las decisiones pertinentes en función de los datos obtenidos para alcanzar su objetivo de la estabilidad de precios (Banco Central Europeo, 2022c).

#### 5.4. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 9 DE JUNIO DE 2022

En mayo de 2022 aumentó de manera relevante la inflación (Figura 5), alcanzando el 8,1% (Eurostat, 2022), subida justificada por el Consejo de Gobierno principalmente por las consecuencias del conflicto, manifestadas en el aumento de los precios de la energía y los productos alimenticios. Cada vez era mayor la tasa de inflación registrada y los especialistas advertían que esta cifra sería superior al objetivo por el momento y en adelante, al menos durante algunos meses (Holtemöller & Brautzsch, 2022). Sin embargo, se preveía que la moderación del precio de la energía, la recuperación de la capacidad producida alterada por la pandemia y las actuaciones de política monetaria encauzarían hacia el declive de la inflación (Banco Central Europeo, 2022d).

El Consejo de Gobierno aseguró nuevamente que actuaría con flexibilidad, de manera gradual y tomaría las decisiones pertinentes en función de los datos obtenidos para alcanzar el objetivo de política monetaria (Banco Central Europeo, 2022d).

Las decisiones sobre el **Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)** se mantuvieron respecto al Consejo de Gobierno del 14 de abril de 2022 (Banco Central Europeo, 2022d).

En el Consejo de abril se había considerado que el **Programa de compras de activos (APP)** “debería finalizar” en julio de 2022. En el Consejo del 9 de junio se confirmó su

final en esta misma fecha. Asimismo, se mantuvo que el principal de los activos comprados que fuesen venciendo se seguiría reinvertiendo durante un periodo de tiempo impreciso por el momento, pero posterior a la subida de los tipos de interés del BCE (Banco Central Europeo, 2022d).

Debido al aumento ininterrumpido de la inflación, se contemplaron nuevas opciones en cuanto a la subida de los **tipos de interés oficiales**. El Consejo de Gobierno del BCE llevó a cabo un exhaustivo estudio sobre los requisitos necesarios para el inicio del incremento de los tipos y, efectivamente, estos se cumplían. Por ello, el Consejo determinó que probablemente subirían los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos en la reunión de julio. Sin embargo, por el momento, el tipo de interés de referencia, el interés de la facilidad permanente de crédito y el interés de la facilidad permanente de depósito se mantendrían en el 0%, 0,25% y -0,5%, respectivamente (Banco Central Europeo, 2022d).

Asimismo, en esta reunión, se estableció que se esperaba una nueva subida en septiembre, aunque esta decisión sería tomada en función de las circunstancias. Es decir, si los niveles de inflación a medio plazo se mantenían o aumentaban, se procedería a esta nueva subida de tipos de interés. Después de septiembre, tendrían lugar nuevos aumentos en función del desarrollo de los hechos y de los datos obtenidos, siempre tratando de alcanzar el 2% de inflación a medio plazo (Banco Central Europeo, 2022d).

Como puede verse, después de once años, se contempló una subida de los tipos de interés oficiales en aras de una política monetaria restrictiva para frenar el aumento de la inflación, acentuado por la invasión rusa de Ucrania (Fernández-Huerga, 2022).

Por último, en cuanto a las **operaciones de financiación**, la única novedad fue la confirmación del final de la aplicación de las condiciones especiales de las TLTRO III el 23 de junio de 2023 (Banco Central Europeo, 2022d).

## 5.5. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 21 DE JULIO DE 2022

Las decisiones tomadas en esta reunión fueron de especial relevancia puesto que se inició la subida de los tipos de interés oficiales después de once años (Fernández-Huerga, 2022). Asimismo, se integró el Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI), explicado a continuación, a los instrumentos de política monetaria no convencionales del BCE (Banco Central Europeo, 2022e).

Las decisiones sobre el **Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)** se mantuvieron y se continuó reinvertiendo de manera flexible el principal de los activos adquiridos (Banco Central Europeo, 2022e).

Con el **Programa de compras de activos (APP)** finalizado el 1 de julio de 2022, se mantuvo la decisión de seguir reinvertiendo el principal de estos activos de manera completa durante un periodo de tiempo impreciso por el momento, pero posterior a la subida de los tipos de interés del BCE (Banco Central Europeo, 2022e).

La resolución más trascendental de esta reunión del Consejo fue la subida de los **tipos de interés oficiales**, puesto que se decidió incrementarlos en 50 puntos básicos, aunque en la reunión de junio se hubiese previsto el incremento en 25, puesto que la incertidumbre inflacionista era mayor que la esperada. Por tanto, el tipo de interés de referencia, el interés de la facilidad permanente de crédito y el interés de la facilidad permanente de depósito se vieron aumentados hasta el 0,5%, 0,75% y 0%, respectivamente, los cuales entrarían en vigor el 27 de julio. Mediante esta nueva orientación, se evaluaría en función de los datos recogidos, si mantener o incrementar estos tipos, todo ello con el fin de alcanzar una inflación del 2% en el medio plazo (Banco Central Europeo, 2022e).

Respecto a las **operaciones de financiación**, se mantuvieron las decisiones tomadas sin novedades ni modificaciones (Banco Central Europeo, 2022e).

Por último, en esta reunión se aprobó el **Instrumento para la Protección de la Transmisión**, consistente en un nuevo medio para mitigar la fragmentación financiera de los países de la Zona Euro. En concreto, aseguraba el apoyo a los estados con mayor deuda pública en caso de que el coste de esta fuese muy superior al de los países menos

endeudados (Banco Central Europeo, 2022e). La aparición de este nuevo instrumento se ha debido, principalmente, a que la subida de tipos puede tener distintas consecuencias en los países de la Zona Euro, perjudicando más a aquellos con mayor deuda pública (Mellen, 2020). El empleo de este mecanismo adquiere relevancia en este proceso de normalización de política monetaria en la Zona Euro, puesto que la unión es imprescindible para alcanzar el objetivo perseguido y que ningún miembro se vea perjudicado por la subida de tipos de interés (Banco Central Europeo, 2022e).

Por tanto, el TPI se añadió a los instrumentos del BCE para neutralizar aquellas situaciones que pudiesen poner en peligro su mandato. La magnitud de las compras dentro de este programa variaría en función de las circunstancias.

#### 5.6. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 8 DE SEPTIEMBRE DE 2022

A medida que avanzaba el tiempo y tanto el conflicto como la subida de la inflación seguían presentes, los académicos del Eurosistema (2022) estimaban nuevas predicciones sobre la inflación anual, concurriendo en que esta sería del 8,1% en 2022 y que disminuiría a 5,5% en 2023 y a 2,3% en 2024.

En esta reunión, las decisiones sobre el **Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)** el **Programa de compras de activos (APP)** y las **operaciones de financiación** se mantuvieron inalterables (Banco Central Europeo, 2022f).

Además, se reafirmó que el **Instrumento para la Protección de la Transmisión** podría emplearse para neutralizar todas aquellas situaciones que pusiesen en riesgo el objetivo de la estabilidad de precios y que ayudaría al Consejo de Gobierno a alcanzar su objetivo de una forma más eficiente (Banco Central Europeo, 2022f).

De nuevo, la decisión más trascendental se situó en torno a los **tipos de interés oficiales**. En esta reunión, el Consejo volvió a subir los tres tipos de interés oficiales, pero, en este caso, en 75 puntos básicos, puesto que la inflación continuaba aumentando y, conforme al Eurostat (2022), alcanzó el 9,1% en agosto de 2022 (Figura 5). Por tanto, el tipo de interés de referencia, el interés de la facilidad permanente de crédito y el interés de la

facilidad permanente de depósito se vieron aumentados hasta el 1,25%, 1,5% y 0,75%, respectivamente, los cuales entrarían en vigor el 14 de septiembre. El Consejo seguiría evaluando en función de los datos recogidos si mantener o incrementar estos tipos, todo ello con el fin de alcanzar una inflación del 2% en el medio plazo. No obstante, estableció que lo más probable era que subiese los tipos de nuevo debido a que la inflación se encontraba a niveles muy superiores al objetivo perseguido y era muy posible que continuase siéndolo durante un periodo prolongado (Banco Central Europeo, 2022f).

Asimismo, al resultar el tipo de la facilidad permanente de depósito superior a cero, el sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez comenzó a ser innecesario, por lo que, en esta reunión, se tomó la decisión de suprimirlo (Banco Central Europeo, 2022f).

#### 5.7. CONSEJO DE GOBIERNO DEL 27 DE OCTUBRE DE 2022

En esta reunión, las decisiones sobre el **Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)** y el **Programa de compras de activos (APP)** se mantuvieron sin modificaciones (Banco Central Europeo, 2022g).

De nuevo, en esta reunión, el Consejo acordó incrementar los tres **tipos de interés oficiales** en 75 puntos básicos, quedando el tipo de interés de referencia, el interés de la facilidad permanente de crédito y el interés de la facilidad permanente de depósito en el 2%, 2,25% y 1,5%, respectivamente, los cuales entrarían en vigor el 2 de noviembre. Esta tercera subida de los tipos se debió a que la inflación seguía en aumento, alcanzando el 9,9% en septiembre de 2022 (Banco Central Europeo, 2022g).

Las **operaciones de financiación** también experimentaron modificaciones, en concreto, las condiciones de las TLTRO III. Como se mencionó previamente, este instrumento de política monetaria no convencional fue esencial para neutralizar las consecuencias de la crisis por la pandemia. Sin embargo, debido al continuo incremento de la inflación, se puso de manifiesto la necesidad de ajustarlo. Desde el 23 de noviembre, el tipo de interés de estas operaciones estaría indexado a la media de los tipos oficiales del periodo. Con el objetivo de que la retribución de las reservas mínimas estuviese alineada con las nuevas

circunstancias, el Consejo estableció que esta retribución coincidiría con el tipo de interés de la facilidad permanente de depósito. Asimismo, el BCE ofrecería fechas alternativas para los reintegros voluntarios que se realizasen anticipadamente de las TLTRO III. Por último, se mantuvo la decisión previa de revisar frecuentemente estas operaciones para asegurar que estuviesen cumpliendo con su finalidad (Banco Central Europeo, 2022g).

Como conclusión de las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE, se observa cómo la clara tendencia ha sido ir subiendo los tipos de interés oficiales de manera gradual, así como mantener la flexibilidad como elemento característico de política monetaria para hacer cumplir su mandato. Todo ello, supone una normalización de la política monetaria e ir sustituyendo las medidas expansivas tras la crisis financiera y la pandemia por medidas restrictivas, con el fin de contrarrestar la subida de la inflación, agravada por la invasión rusa de Ucrania.

#### 5.8. *SHADOW RATE*

El *shadow rate* es una medida que desarrolló Krippner en el año 2012 y comenzaron a popularizar Xia y Wu en 2014 con el objetivo de medir la política monetaria no convencional. Se trata de la tasa de interés que un banco central establecería si fuese capaz de fijar los tipos de interés a largo plazo, en vez de tener que recurrir al empleo de los instrumentos de política monetaria a corto plazo ya explicados, como los tipos de interés oficiales (Xia & Wu, 2014). Es decir, el *shadow rate* supone un tipo de interés hipotético que se calcula mediante el precio de los bonos del gobierno a largo plazo, y es empleado para analizar la efectividad de las políticas monetarias no convencionales (Krippner, 2012).

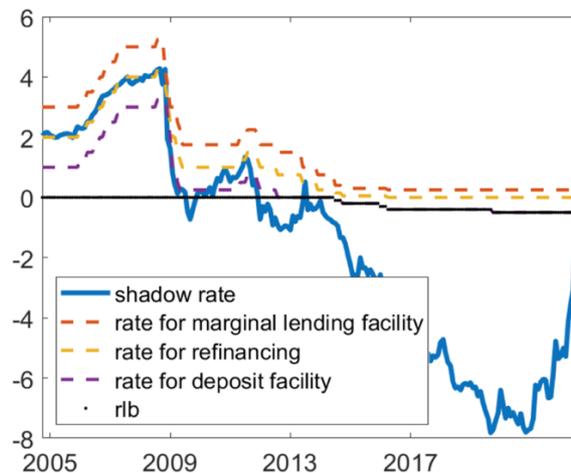
En la Figura 11, se puede observar la evolución del *shadow rate* de la Zona Euro, así como los tipos de interés oficiales desde 2005 hasta 2022. De 2005 a 2009, el *shadow rate* coincidió con el tipo de interés de las principales operaciones de refinanciación. Sin embargo, desde finales de 2008, momento en el que empezaron a anunciarse instrumentos de política monetaria expansiva a raíz de la crisis financiera (Gerdesmeier, Roffia & Eleftheriou, 2010), el *shadow rate* y los tipos de referencia comenzaron a alejarse. De

2009 a 2013, el distanciamiento fue progresivo. Los tipos de interés oficiales fueron reducidos con el objetivo de estimular el crecimiento económico y la inflación y, a continuación, se mantuvieron constantes (Bruggeman & Camba-Méndez, 2016). A partir de 2013, el *shadow rate* comenzó a caer drásticamente, especialmente ante el bajo crecimiento económico y la baja inflación en la Zona Euro (Jarociński & Karadi, 2018).

El *shadow rate* se encontró por debajo de cero durante la mayor parte del período, lo que indica que, teóricamente, la tasa de interés nominal (correspondiente a las operaciones principales de refinanciación) debería haber sido negativa y muy inferior para lograr una política monetaria efectiva (Eggertsson & Gagnon, 2019). No obstante, durante ese período, la tasa de interés nominal no se encontró por debajo de cero. De acuerdo con Lindé (2018), si el *shadow rate* es negativo pero el tipo de interés nominal es positivo, podría tratarse de un indicador de que la política monetaria actual no está siendo efectiva para estimular la economía.

Desde 2020, el *shadow rate* cambió su tendencia, comenzando a ascender, lo que sugiere una posible normalización de la política monetaria en la Eurozona. No obstante, la tasa de interés nominal se mantuvo constante, lo que podría ser un indicativo de que la economía de Europa aún se encontraba en recuperación (Blaes & Fendel, 2021).

**Figura 11: tipos de interés en la Zona Euro y *shadow rate***



Fuente: recuperado de Jing Cynthia Wu, 2022

Resulta conveniente destacar que el *shadow rate* es una medida teórica que no tiene aplicación práctica de manera directa en la política monetaria, pues cuenta con ciertas limitaciones. Sin embargo, puede resultar útil al ofrecer una visión de las tendencias y movimientos del mercado, sobre todo, en períodos prolongados de tipos de interés negativos (Raczko & Stanisławska, 2019).

## 6. PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA PARA LA ZONA EURO

En este apartado se realizará una propuesta de política monetaria para la Zona Euro en el contexto de invasión de Rusia a Ucrania.

El Banco Central Europeo tiene un problema estructural, evidenciado en cómo ha tratado de solventar los efectos de la crisis financiera y crisis pandémica mediante una política monetaria ultra expansiva, que supone un alivio meramente ficticio y que no es la solución, puesto que no se ataca el verdadero problema.

Como se mencionó previamente, la principal causa de la inflación europea ha sido el desequilibrio entre oferta y demanda. Este desajuste tiene su justificación en los shocks de oferta presenciados en los últimos años, tanto por la crisis pandémica como por la invasión rusa de Ucrania, aunque bien es cierto que la demanda también se ha visto incrementada (Semenova & Pylypenko, 2022).

El problema que presenta el enfoque de la política monetaria actual es que las medidas de política monetaria influyen principalmente en la demanda agregada en lugar de en la oferta (Gambetti & Musso, 2020). Las medidas implementadas por el Consejo de Gobierno del BCE para neutralizar los desajustes económicos y cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios consisten, principalmente, en ir finalizando progresivamente las compras de activos (deuda estatal inclusive) e ir aumentando gradualmente los tipos de interés (Banco Central Europeo, 2022e). Sin embargo, la subida de los tipos de interés y la contención en la compra de activos no son la solución puesto que no resuelven el problema real de la subida de los precios de la energía y las materias

primas. Lo que estas medidas están realmente motivando es la reducción de la demanda para adaptarla a la nueva e inferior oferta, dejando necesidades insatisfechas. La aproximación adecuada debería estar más enfocada en restaurar la oferta para volver al equilibrio macroeconómico.

## 6.1. RESOLUCIÓN DEL SHOCK DE OFERTA

Resulta necesario solucionar el problema de raíz. La situación no debe resolverse reduciendo la liquidez del mercado para disminuir la demanda y que esta se iguale a la oferta. La solución debería ir encaminada a devolver la oferta a su cauce y que esta sea capaz de satisfacer completamente la demanda agregada sin necesidad de disminuirla. Con ello, se mantendría el equilibrio entre oferta y demanda y los precios permanecerían constantes.

Debido a la dependencia energética de Europa explicada previamente, reducir al completo el shock de oferta resulta una solución bastante idílica. Sin embargo, ya se han mostrado los primeros avances, encaminados hacia reducir la dependencia energética de Rusia (Real Instituto Elcano, 2022).

La Comisión Europea ya ha propuesto REPowerEU, una iniciativa consistente en desprenderse de la dependencia energética de Rusia. Y, como se ha podido comprobar, ya se ha puesto en marcha para ello (Comisión Europea, 2021c).

Como se explicó previamente, las importaciones de carbón ruso se han sustituido por carbón proveniente de Australia, que cuenta con excedente productivo de este tipo de energía. Asimismo, la Unión Europea se ha propuesto como objetivo finalizar con la importación de petróleo ruso a finales de este año (Real Instituto Elcano, 2022). En cuanto al gas natural, ha sido de mayor complejidad reducir la dependencia rusa puesto que se requieren grandes infraestructuras para su transporte, además de que no existe excedente de gas natural a nivel mundial ni capacidad para aumentar el suministro de este (Gómez-Elvira & García-Álvarez, 2019). Pese a ello, se han aumentado las importaciones de gas natural de Argelia y se ha encontrado un sustitutivo: el gas natural licuado, que se importará de Estados Unidos, Qatar y Australia, aunque esto requerirá grandes cantidades

de inversión económica y de tiempo (Real Instituto Elcano, 2022). No obstante, es importante tener en cuenta el contexto económico actual, caracterizado por la subida de los tipos de interés. Ello hace que estas inversiones se vuelvan menos factibles debido al encarecimiento de la financiación por el aumento de los tipos de interés (Petroulas & Vouldis, 2021).

El problema con el que cuentan las medidas es que, a corto plazo, sí pueden considerarse una solución para reducir el shock de oferta. Sin embargo, a largo plazo, Europa se mantiene dependiente energéticamente, no de Rusia, pero sí de otros países. Por ejemplo, de Argelia, lo cual no resulta tampoco muy conveniente, como se explicó anteriormente (Clingendael Institute, 2020).

A corto plazo, es coherente mantener el objetivo de la Unión Europea consistente en diversificar las importaciones y prescindir del consumo de gas para la calefacción y la generación de la electricidad. Con ello, los precios de la energía reducirían el impacto que han experimentado como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania y, por tanto, este efecto se desplazaría al resto de sectores, muy condicionados por los precios de los recursos energéticos, evitando el crecimiento exponencial de la inflación (Comisión Europea, 2021b).

No obstante, a largo plazo, lo que ha de perseguirse es la independencia energética o, al menos, ir reduciendo la dependencia, no solo de Rusia sino a nivel mundial, mediante medidas como el impulso de las energías renovables, con el objetivo de impedir que nuevas circunstancias geopolíticas afecten a la economía y a la sociedad como lo está haciendo la invasión.

## 6.2. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

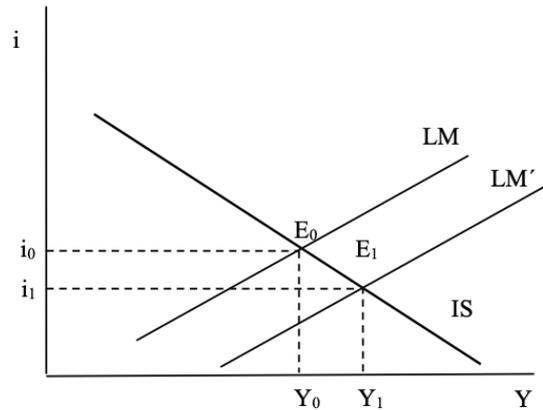
Generalmente, cuando se analiza la política monetaria, el foco suele estar en el lado de la demanda, puesto que se trata de una de las maneras principales en las que la política monetaria puede incidir en las economías (Dées & Zekaite, 2022).

Con el objetivo de estudiar los efectos de la política monetaria, se empleará el modelo IS-LM (Figura 12). La curva IS representa el equilibrio en el mercado de bienes y servicios, mientras que la curva LM supone el equilibrio en el mercado monetario (Blanchard & Johnson, 2013).

Se parte del punto de equilibrio inicial  $E_0$ , en el que cortan las curvas IS y LM iniciales. Si el Banco Central pone en marcha una política monetaria expansiva (como una compra de bonos), la base monetaria aumenta y, por tanto, la oferta monetaria. Esta decisión hace que la curva LM inicial se vea desplazada paralelamente hacia la derecha, resultando en la nueva curva  $LM'$ . El nuevo punto de equilibrio se sitúa en el punto  $E_1$ , donde cortan la curva IS y la nueva curva LM (Romer, 2012). Es decir, al establecer una política monetaria expansiva, el punto de equilibrio se ha desplazado, encontrándose en una situación con un tipo de interés inferior ( $i_1$ ) - para cualquier nivel de producción - y una renta de equilibrio superior ( $Y_1$ ). La explicación de este proceso reside en que la compra de bonos supone un aumento de la demanda de estos y, como consecuencia, una reducción del tipo de interés. A su vez, en el mercado de bienes, al haber disminuido el tipo de interés, se estimula la inversión y el gasto de consumo, lo que supone un incremento de la demanda agregada y la producción de equilibrio (Blanchard & Johnson, 2013).

En caso de llevar a cabo el Banco Central una política monetaria contractiva, los efectos serían los inversos, produciéndose así una disminución de la demanda y una reducción de la producción de equilibrio (Romer, 2012).

**Figura 12: efecto de la política monetaria expansiva**



*Fuente: recuperado de Romer, 2012*

Sin embargo, la política monetaria no solo puede ser analizada por el lado de la demanda, sino que también puede estudiarse por el lado de la oferta agregada.

Si el Banco Central implementa una política monetaria expansiva (como una reducción de los tipos de interés) con el objetivo de potenciar la demanda, esta medida también disminuye los costes de producción para las empresas, incrementándose así la oferta agregada en la economía. Por el contrario, si el Banco Central reduce la oferta monetaria, los costes de producción aumentan, lo que supone una reducción de la oferta agregada (Mankiw, 2019).

En torno a este punto, surgen algunas cuestiones problemáticas, que serán abordadas a lo largo de los siguientes apartados.

### 6.3. SUBIDA MÁS ACELERADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

Como se ha mencionado previamente, uno de los motores principales de la inflación en Europa ha sido el desequilibrio entre oferta y demanda. Su origen reside en los shocks de oferta ocurridos en los últimos años, a raíz de la crisis pandémica y de la invasión rusa de

Ucrania (Semenova & Pylypenko, 2022). Sin embargo, no puede olvidarse que la Zona Euro se encuentra surcando en unos mares de excesiva liquidez (Financial Times, 2022).

Debido al largo periodo de política expansiva iniciado por el Banco Central Europeo como consecuencia de la crisis financiera de 2008, agravado por la política aún más expansiva para solventar la crisis originada por el COVID-19, existe un inmenso exceso de liquidez en la economía (Lane, 2022).

Dicho exceso de liquidez se puede solventar mediante una subida de los tipos de interés (Ertugrul, Kilic & Polat, 2022).

Mientras se va logrando reducir la dependencia energética explicada en el apartado anterior, a corto plazo, resulta conveniente implementar medidas de política monetaria restrictiva puesto que la inflación ha alcanzado niveles excesivamente elevados respecto al objetivo del 2%.

El Banco Central Europeo (2022), en la actualidad, se encuentra subiendo los tipos de interés de manera gradual. Sin embargo, se requiere un aumento más acelerado de estos, debido a la gravedad y excepcionalidad de la situación, los inadmisibles niveles de precios alcanzados y la incesante liquidez en los que se encuentra ahogada la Zona Euro.

Si realmente se pretende alcanzar el objetivo del 2% de inflación a medio plazo, es el momento de que el BCE demuestre que realmente dispone de flexibilidad para la consecución de su objetivo y cumplimiento de su mandato. Es necesario acelerar la subida de los tipos de interés oficiales y mantenerlos elevados hasta que se reduzca la liquidez y se equilibre la inflación respecto al objetivo a medio plazo.

Los denominados “halcones de la austeridad”, autores de la corriente ortodoxa, defendían el inicio de la política deflacionista y la subida de los tipos de interés oficiales ya en 2015, antes de que hubiese inflación. Han criticado la política expansionista del BCE, sobre todo con el mandato de Mario Draghi, por los riesgos inflacionistas que esta puede conllevar (Chislett, 2019). El suceso de los hechos de una espiral inflacionista sería similar al siguiente. Una circunstancia causa el incremento de los precios de las materias primas, esto causa la subida de los precios de los sectores que empleen dichas materias primas. Los salarios también ascienden puesto que se encuentran indexados al IPC. El

incremento de los salarios provoca el ascenso de los costes de producción, llevándonos de nuevo al comienzo del ciclo (Arias, 2020).

Autores como Jürgen Donges, Daniel Lacalle o Hans-Werner Sinn son defensores de esta corriente y detractores de la actual política de la Zona Euro. Proponen el refuerzo de la austeridad, incluso aunque ello supusiese la salida de la Unión Económica y Monetaria (UEM) para evitar entrar en esta espiral interminable y tan perjudicial para la economía (Fernández-Villaverde, 2017).

Como puede comprobarse, los efectos de las tensiones y las políticas inflacionistas son muy peligrosos para las economías. Se deben subir los tipos de interés oficiales de manera más acelerada para evitar este peligroso círculo vicioso, frenar el incremento de la inflación pues, aunque a menor ritmo, sigue incrementando para, finalmente, conseguir disminuirla hasta ser compatible con el objetivo del 2% a medio plazo. Sin un incremento más acelerado de los tipos no se logrará que la inflación alcance el 2% en un plazo prudente.

Asimismo, cabe mencionar que resulta indispensable tener siempre en cuenta que los instrumentos de política monetaria son complejos y deben ser empleados de manera prudente, para evitar efectos que puedan suponer consecuencias no deseadas en la economía. No debe olvidarse que la subida acelerada de los tipos se trata de una solución a corto plazo pues, a largo plazo, resulta esencial que Europa alcance la independencia energética.

Como se venía explicando, el exceso de liquidez puede ser abordado mediante una subida de los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo, esta medida cuenta con algunos inconvenientes y es que, cuando se incrementan los tipos de interés a corto plazo, la idea es que suba toda la curva de tipos. Esto contribuirá a reducir la liquidez existente y la demanda, no obstante, también desincentivará la inversión necesaria para resolver los problemas de oferta recientemente explicados (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2022). Por este motivo, aunque se suban a corto plazo, es necesario mantener los tipos de interés a largo plazo bajos, de manera que no se desincentive la inversión. De esta forma, se corrigen a la par ambas situaciones: se reduce la liquidez existente en la actualidad, pero no se disminuye la inversión requerida para solventar los shocks de oferta.

Estas circunstancias implican que se debería subir el nivel de la curva de los tipos de interés, pero reducir su pendiente, de manera que incrementen más los tipos a corto que los tipos a largo. De este modo, se reduce la liquidez en la economía a la vez que se incentiva la inversión.

#### 6.4. FIN DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES A LARGO PLAZO

Resulta conveniente mencionar la problemática que generan las medidas no convencionales en relación con los tipos de interés.

Los instrumentos extraordinarios que están siendo actualmente implementados (en especial la compra de activos), a largo plazo, pueden interferir en el libre mercado debido a que mantienen de manera artificial los tipos de interés a niveles bajos, lo que incrementa la inflación y puede provocar una asignación ineficiente de recursos (The Economist, 2019).

Por tanto, efectivamente, se deberían eliminar estas medidas progresivamente para absorber liquidez pues, como se ha mencionado previamente, hay un exceso de esta en los mercados europeos. Sin embargo, esto tendría como consecuencia una subida de los tipos de interés a largo plazo, situación que se quiere evitar para no desincentivar la inversión necesaria para solventar el shock de oferta.

Nuevamente, esta decisión supondría una reducción de la demanda, pero no resolvería el problema de la oferta, sino que lo agravaría.

¿Cuál es entonces la solución a implementar?

#### 6.5. REFORMA DE LAS TLTROS Y EL TAPP

Una posible propuesta para el Banco Central Europeo que evite las adversidades recientemente explicadas es en línea con la iniciativa que tuvo el BCE de sustituir las

LTROs por TLTROs, es decir, añadir a las primeras un objetivo específico alineado con los objetivos perseguidos (Banco Central Europeo, 2014).

Podría incentivarse la oferta agregada mediante las TLTROs y el TAPP (targeted asset purchase program), refiriéndose en ambos casos la “t” al *target* (u objetivo) en cuestión. Esto es, reducir los costes de financiación para préstamos y bonos (privados o públicos) dirigidos a proyectos de inversión en materias concretas que contribuyan a la resolución de retos europeos. De esta forma, se asegurará que la financiación otorgada sea estrictamente empleada para promover los objetivos del BCE al largo plazo. Algunos ejemplos son:

- Bonos energéticos: para impulsar proyectos que favorezcan la eficiencia energética, a través del desarrollo y la adquisición de tecnologías y procesos más eficientes y menos contaminantes y el uso de fuentes de energía limpia. El objetivo principal es lograr la independencia energética, así como la sostenibilidad con el fin de evitar nuevos shocks de oferta por potenciales conflictos geopolíticos.
- Bonos de impacto social: programas de gobierno que ayuden a las personas más vulnerables a contrarrestar los efectos de la inflación en diferentes ámbitos, como la educación, la alimentación o la obtención de suministros.
- Bonos azules: cuyo objetivo es impulsar iniciativas para mejorar la calidad de las aguas (océanos, mares y ríos), su conservación y protección, así como la mejor gestión de residuos, la lucha contra la contaminación y la creación de reservas marinas.
- Bonos de movilidad sostenible: impulsan el transporte sostenible, mediante la construcción de redes de transporte público eficientes, la concienciación de la importancia del uso de vehículos no contaminantes o la mejora de transportes híbridos.
- Bonos de agricultura sostenible: con el objetivo de fomentar la agricultura sostenible y reducir las emisiones de carbono en la producción de alimentos, mejorar las tecnologías agrícolas para disminuir el uso de agua y energía, ofrecer líneas de crédito a aquellos agricultores que cumplan los criterios sostenibles,

financiar proyectos relacionados con la innovación sostenible o la asistencia técnica a pequeños agricultores.

Tras haber analizado todo lo anterior, se concluye que los tipos de interés en “general” sí es conveniente que suban para reducir el exceso actual de liquidez. No obstante, resulta conveniente mantener un objetivo de política monetaria dual (una que restrinja el crecimiento de la demanda y otra que se focalice en resolver los problemas de oferta). A ello debería incorporarse una monitorización cercana de la economía de cada país para evitar una recesión que podría ser causada por una política monetaria restrictiva. Esto se debe a que, aunque todos los países abordados pertenecen a la Zona Euro, cada estado cuenta con sus propias particularidades nacionales. Entre ellas, una de las más destacables y más estrechamente relacionada con los tipos de interés es la fragmentación financiera.

#### 6.6. FIN DE LA COMPRA DE DEUDA A PAÍSES DEL SUR DE EUROPA Y FIN DEL TPI

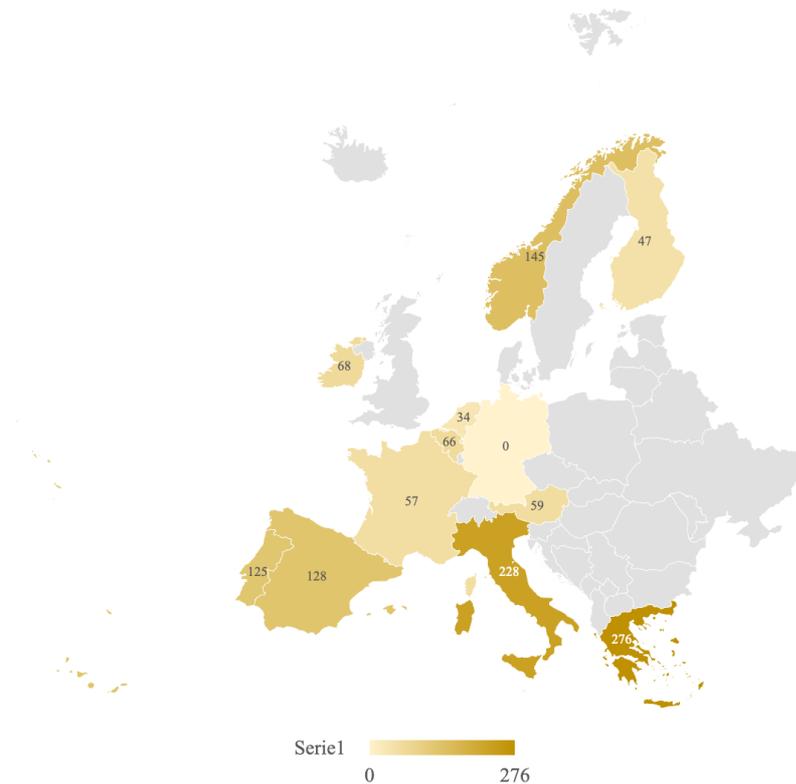
Además del problema ya explicado relacionado con los tipos de interés que presentan los instrumentos extraordinarios de política monetaria, hay que añadir que las medidas no convencionales consistentes en la compra de deuda pública, además, tienen el problema de que interfieren con la soberanía de los países.

La compra de bonos nacionales puede ir en contra de la soberanía de los países de la Eurozona ya que, si el BCE compra deuda de los estados, estaría influyendo en sus políticas económicas. Asimismo, los gobiernos podrían verse desmotivados a mejorar sus políticas fiscales, ya que saben que el BCE les comprará la deuda en caso de necesitarlo (Forbes, 2018).

Ya entre 2010 y 2012, el Banco Central Europeo impulsó la compra de deuda estatal mediante el *Securities Market Programme* (SMP), un programa acotado para comprar deuda pública a aquellos estados que mayores necesidades encontraban en este aspecto (España, Italia, Grecia y Portugal). El objetivo de ello era ayudar a estos países a financiar su deuda pública, así como evitar picos en la prima de riesgo ya que, como se viene diciendo, existen innumerables diferencias en la deuda pública de los estados de la Zona

Euro (Banco Central Europeo, 2013). Pueden comprobarse dichas diferencias en las primas de riesgo en la Figura 13.

**Figura 13: prima de riesgo en países de la Zona Euro en 2022**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Datosmacro*

La subida de los tipos de interés pone de manifiesto esta fragmentación financiera, pues países como España –con elevados problemas de deuda soberana– se financian a más puntos (Datosmacro, s.f.), por lo que el incremento de los tipos supone distintas consecuencias para los países de la Zona Euro (Petroulas & Vouldis, 2021).

Como ha sido explicado previamente, la inflación, los tipos de interés y la deuda son parte de un triángulo vicioso. El Banco Central Europeo emplea la subida de los tipos de interés para “contrarrestar” la inflación provocada por la crisis de oferta agregada, aumentando

la dificultad de financiación de deuda estatal y perjudicando principalmente a los países que ya cuentan con un alto nivel de esta (Buendía & Fernández-Rodríguez, 2022).

Por tanto, la subida de tipos puede ocasionar un aumento de los diferenciales en la Zona Euro, ya que los estados más perjudicialmente afectados han sido aquellos con mayor ratio de deuda pública/PIB y en los que las expectativas de crecimiento económico más se han deteriorado (Zhang & Wei, 2022).

Es por este motivo por el que el Banco Central Europeo ha creado un nuevo instrumento: el Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI) en el Consejo de Gobierno del 21 de julio de 2022, previamente explicado (Banco Central Europeo, 2022e).

Sin embargo, en este apartado, cabe destacar que dos instrumentos de política monetaria empleados por el BCE relacionados con la compra de deuda pública fueron objeto de litigio judicial: la compra de bonos públicos en el mercado secundario (en el marco del *Public Sector Purchase Programme*) y las *Outright Monetary Transactions* (Scott, 2021). El motivo de ello fue que el Tribunal Alemán alegaba que se estaba yendo en contra del artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), puesto que estos instrumentos equivalían a la financiación monetaria del déficit público, lo cual es una medida antirreglamentaria y prohibida por el artículo mencionado (Pop, 2021).

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) estableció que, al haberse aplicado estos instrumentos como medidas no convencionales y en una situación excepcional y bajo unas rígidas condiciones, sí estaba justificada la compra de deuda. Es decir, se trataba de una situación en la que tanto la inflación del momento como la inflación prevista se encontraban muy por debajo del objetivo del 2%. Asimismo, aquellos países que recibiesen ayuda europea para financiar su deuda pública mediante el programa OMT estaban obligados a comprometerse con los requisitos del Mecanismo Europeo de Estabilidad porque, en caso de recibir apoyo “incondicional” del BCE sin obligaciones, se podría desincentivar a los gobiernos a la implementación de una adecuada política fiscal (Tribunal de Justicia de la Unión Europea, 2020).

De este litigio se concluye que la compra de deuda va en contra del TFUE y solo podría considerarse como instrumento válido en circunstancias excepcionales y con una rigurosa

condicionalidad. Sí se trataba de una situación extraordinaria pero también es cierto que los países no suelen ser susceptibles a someterse a la condicionalidad.

El programa OMT nunca llegó a aplicarse puesto que el *memorándum* de entendimiento asociado a este causó tanto recelo en los estados que ninguno lo solicitó. Se ve cómo los países sí aceptan la liquidez ofrecida por el BCE, pero no las condiciones vinculadas a la recepción de esta (Brañas-Garza & García-Valiñas, 2018).

Resulta inviable que se financie el déficit público de países con problemas de fiscalidad y con una mala gestión de sus recursos sin unas condiciones que aseguren que la liquidez obtenida va a ser empleada adecuadamente, en lugar de que se incentive la irresponsabilidad fiscal.

A diferencia del programa OMT, el nuevo Instrumento para la Protección de la Transmisión no cuenta con la condicionalidad de un Mecanismo Europeo de Estabilidad, lo cual resulta esencial para que los estados trabajen en mejorar su política fiscal y reducir los diferenciales en la Zona Euro (Banco Central Europeo, 2022e).

La financiación de la deuda estatal solo podría contemplarse en caso de que los estados miembros estuviesen dispuestos al cumplimiento de los requisitos establecidos por el BCE, pero ya se comprobó que no lo estarían mediante el programa OMT.

Incluso en la hipotética situación de que cambiase la postura de los países al respecto, se encuentra el impedimento de que las medidas de compra de deuda pública se llevan prolongando durante muchos años a través de diferentes programas. La compra de deuda pública por parte del BCE no puede ser una medida recurrente de política monetaria incluso bajo una estricta condicionalidad. Comprar bonos estatales no es la solución para reducir los diferenciales. A corto plazo, sí tiene este efecto. Sin embargo, contribuye a la mala política fiscal de los países y contribuye a que, a largo plazo, la inadecuada fiscalidad siga aumentando los diferenciales.

Asimismo, cabe añadir que la financiación de la deuda pública es competencia de cada estado y no forma parte de la política monetaria, de la que sí cuenta con soberanía la Unión Europea. La UE no puede intervenir en aquellos ámbitos que no sean de su competencia. Es preciso destacar que sí existen ciertas medidas fiscales acordadas entre

los miembros de la UE. Sin embargo, es responsabilidad de cada uno de los estados tomar sus propias decisiones en el ámbito de política fiscal, la cual es actualmente independiente de la política monetaria (Congreso de los Diputados, s.f.).

Solo en caso de una unión fiscal europea, propuesta en el apéndice, podría intervenir de estos modos el BCE en la deuda pública de los países.

## 6.7. REFORMAS PENDIENTES EN LA POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA EURO

Como se ha comprobado, los objetivos del Banco Central Europeo no pueden enfocarse exclusivamente en alcanzar la estabilidad de precios en el medio plazo, sino que estos han de ir más allá.

Antes de la crisis pandémica, la Unión Europea presentaba una serie de desafíos que han sido eclipsados por la pandemia y por las tensiones geopolíticas de la invasión de Ucrania. Se trata de desafíos a largo plazo que reaparecerán y estarán a la orden del día una vez acabe el conflicto geopolítico.

Además, como bien explica Gonzalo García Andrés (2020), la crisis pandémica ha puesto de manifiesto la posible inoperancia del Banco Central Europeo. Este ha llevado a cabo enormes esfuerzos por alcanzar su objetivo y ser flexible adaptando todos los instrumentos en su poder con este fin. Sin embargo, ello no ha sido suficiente. La crisis por la pandemia ha acentuado la necesidad de un cambio si el BCE quiere cumplir su objetivo dentro de la Zona Euro.

Es importante recalcar que el Banco Central Europeo no solo toma decisiones en función de los precios. Aunque en el Tratado de la Unión Europea (2016) se establece que el objetivo principal es la estabilidad de precios, en la práctica, no es así. Y es que el BCE ha de tener en cuenta otros muchos factores a la hora de implementar su política monetaria. Prueba de ello es que, si el único objetivo fuese mantener la inflación en un 2% a medio plazo, se habrían subido los tipos de interés desde hace tiempo. Sin embargo, esta subida puede perjudicar la emisión de deuda pública en algunos estados, puesto que

existen países de la Zona Euro con una deuda del 120%, lo cual es tenido en cuenta por el BCE a la hora de tomar decisiones (Eurostat, s.f.).

A modo ejemplificativo, la Reserva Federal de Estados Unidos tiene como objetivo la estabilidad de precios, pero también el máximo empleo y el establecimiento de tipos oficiales moderados en el largo plazo (Reserva Federal de Estados Unidos, s.f.). Por su parte, el Banco de Inglaterra tiene como objetivo primordial el mantenimiento de la estabilidad financiera (Bank of England, 2022).

Por este motivo, se propone un nuevo planteamiento de los objetivos del BCE consistente en que la estabilidad de precios a medio plazo sea el objetivo prioritario, pero no el único. Posibles objetivos que perseguir podrían ser la estabilidad económica (estabilidad de precios, aunque añadiendo el equilibrio en el nivel de producción, renta y empleo), la estabilidad financiera y fiscal y unos de tipos de interés oficiales moderados en el largo plazo.

Asimismo, cabe añadir que, debido a la creciente concienciación sobre los impactos del cambio climático y las graves consecuencias que estos pueden tener a nivel global, resultaría conveniente que las actuaciones del BCE estuviesen alineadas con un crecimiento sostenible. Un ejemplo de ello son los bonos energéticos mencionados previamente, comprometidos con la resolución del shock de oferta, pero también con la inversión en iniciativas responsables con el medioambiente y la sociedad.

La estabilidad de precios no puede ser el único objetivo del BCE, pues hay una infinidad de factores que han de ser contemplados. Y, si realmente en la práctica se tienen en cuenta elementos como la deuda pública de los estados miembros, resulta esencial que la estabilidad financiera y fiscal de los estados sea también un objetivo a alcanzar en la Zona Euro. Es en este punto en el que se abre la cuestión sobre una reforma de las políticas fiscales de Europa.

El Banco Central Europeo cuenta con un gran problema por tener demasiada responsabilidad. No tiene margen de error en la política monetaria debido a las consecuencias que esta supone en los estados de la Zona Euro. Y esta situación se vuelve aún más compleja debido a que resulta de excesiva dificultad lograr la estabilidad de

precios con una política monetaria común, pero con multitud de diferencias económicas entre los estados.

La estabilidad económica se basa en gran parte en la política monetaria, pero también en la política fiscal. Como ya se ha mencionado, no se puede perseguir la estabilidad de precios sin tener en cuenta la estabilidad financiera y la estabilidad de cuentas públicas de los países (Organization for Economic Cooperation and Development, 2021). Sin embargo, la Unión Europea no posee elementos de política fiscal (Parlamento Europeo, 2021b). La pandemia y la invasión han subrayado el exceso de responsabilidad del BCE, además de la necesidad de una política fiscal común. Véase el apéndice para más detalles.

## 6.8. ALINEACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA EURO A LA DE OTROS BANCOS CENTRALES

A las propuestas y medidas explicadas, resulta imprescindible añadir que la política monetaria “general” debe mantenerse alineada a la de los demás bancos centrales. La explicación de ello reside en que si otro banco central, por ejemplo, la Reserva Federal sube los tipos de interés y el Banco Central Europeo se mantiene muy alejado de esta tendencia, el euro se verá depreciado, lo que incrementará aún más la inflación en la Zona Euro (Hartmann et al., 2021).

Por tanto, aunque se considera conveniente la implementación de las propuestas mencionadas, no debe olvidarse que la política monetaria del BCE no puede desvincularse y alejarse demasiado de la de otros bancos centrales con una destacada presencia en el ámbito internacional.

## 7. CONCLUSIONES

La invasión rusa de Ucrania, con inicio en febrero de 2022, ha supuesto la necesidad del cambio de rumbo de la política monetaria de la Zona Euro ya que, aunque la tasa de inflación estaba creciendo previamente, ha sido este acontecimiento el que la ha impulsado de manera exponencial. Por ello, después de once años con los tipos de interés oficiales en niveles mínimos históricos, se ha iniciado una subida progresiva de los tipos de interés en la Eurozona. Y, con esta, se ha pasado de una política monetaria ultra expansiva a una contractiva.

El problema de ello reside en que el incremento de los tipos de interés y la suspensión de la compra de activos no son la solución, ya que no resuelven el problema real de la subida de los precios de la energía. Se propone, por tanto, mantener un objetivo de política monetaria dual (una que restrinja el crecimiento de la demanda y otra que se focalice en resolver los problemas de oferta).

A corto plazo, sí resulta conveniente el aumento de tipos de interés, incluso se debería subir el nivel de la curva, para abordar el exceso de liquidez existente en la Zona Euro. Sin embargo, a largo plazo, es necesario mantener los tipos bajos para no aumentar el coste de financiación de la inversión requerida para resolver el shock de oferta. Con el objetivo de evitar esto último, en el largo plazo, también resulta indispensable poner fin a las medidas no convencionales.

A largo plazo, por tanto, se propone incentivar la oferta agregada mediante las Targeted Longer-Term Refinancing Operations y el Targeted Asset Purchase Program, enfocándose ambos en la inversión en materias que contribuyan a la resolución de retos europeos, especialmente, la financiación de energías sostenibles que favorezcan la independencia energética de Europa.

Asimismo, se sugiere acabar con la compra de deuda a países del sur de Europa y con el Instrumento para la Protección de la Transmisión, al ir en contra de la soberanía nacional de los estados miembros. Solo en caso de una unión fiscal europea se podrían implementar estas actuaciones.

A las propuestas anteriores, se añade la necesidad de ampliar los objetivos de política monetaria perseguidos, aunque manteniendo como principal la estabilidad de precios. Por ejemplo, la estabilidad económica, financiera y fiscal y unos de tipos de interés oficiales moderados en el largo plazo.

Por último, resulta imprescindible que la política monetaria del BCE no se aleje demasiado de la de otros bancos centrales por los perjuicios que ello podría acarrear para el objetivo de la estabilidad de precios en la Zona Euro.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

- Administración de Información Energética. (2021). Natural gas. <https://www.eia.gov/energyexplained/natural-gas/natural-gas-prices.php>
- Agencia Internacional de Energía. (2021). Europa. En Gas natural 2021: Análisis y previsión hasta 2026. <https://www.iea.org/reports/natural-gas-2021>.
- Altavilla, C., Barbiero, F., & Boucinha, M. (2021). The effect of sovereign debt on bank funding conditions. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 646-666.
- Arenillas, J. (2021). Tipos de interés de referencia en Europa: ¿qué son y para qué sirven? *El Economista*. Recuperado el 24 de febrero de 2023, de <https://www.economista.es/economia/noticias/10909792/12/20/Tipos-de-interes-de-referencia-en-Europa-que-son-y-para-que-sirven.html>
- Arias, E. R. (2020, 8 junio). *Espiral inflacionaria*. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/espiral-inflacionaria.html>
- Babecký, J., & Havránek, T. (2018). Structural interpretation of vector autoregressions with incomplete identification: Revisiting the role of monetary policy in economic fluctuations. *Journal of Applied Econometrics*, 33(3), 319-329.
- Baldi, G., Koester, G. B., & Rother, P. (2021). The COVID-19 pandemic and the European economy: A regional analysis. *European Economic Review*, 87, 103892.
- Banco Central Europeo. (1998). *Informe Anual*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar1998es.pdf>
- Banco Central Europeo. (2003). *Informe Anual*. <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/InformeAnualBCE/03/ar2003es.pdf>

- Banco Central Europeo. (2013). *Securities market programme*.  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/smp/html/index.en.html>
- Banco Central Europeo. (2014). Comunicado de prensa: El BCE anuncia los detalles de las nuevas operaciones de refinanciamiento a más largo plazo con objetivos específicos. Recuperado de  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140904\\_1.es.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140904_1.es.html)
- Banco Central Europeo. (2019). Elegibilidad de los valores respaldados por activos para las operaciones de política monetaria del Eurosistema.  
<https://www.ecb.europa.eu/paym/market/asset-backed-securities/html/index.en.html>
- Banco Central Europeo. (2021a). Criterios de admisibilidad de las garantías.  
[https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/pdf/ecb\\_collateral\\_eligibility\\_criteria\\_2021.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/pdf/ecb_collateral_eligibility_criteria_2021.pdf)
- Banco Central Europeo. (2021b). *El consejo de Gobierno del BCE aprueba su nueva estrategia de política monetaria*.  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708%7E90fbc4b0d.es.html>
- Banco Central Europeo. (2021c). *Forward Guidance*.  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/fwdguidance/html/index.en.html>
- Banco Central Europeo. (2022a, 3 febrero). *Decisiones de política monetaria*.  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220203%7E90fbc94662.es.html>
- Banco Central Europeo. (2022b, 10 marzo). *Decisiones de política monetaria*.  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220310~2d19f8ba60.es.html>
- Banco Central Europeo. (2022c, 14 abril). *Decisiones de política monetaria*.  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220414~d1b76520c6.es.html>

- Banco Central Europeo. (2022d, 9 junio). *Decisiones de política monetaria*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220609~122666c272.es.html>
- Banco Central Europeo. (2022e, 21 julio). *Decisiones de política monetaria*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721~53e5bdd317.es.html>
- Banco Central Europeo. (2022f, 8 septiembre). *Decisiones de política monetaria*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.es.html>
- Banco Central Europeo. (2022g, 27 octubre). *Decisiones de política monetaria*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp221027%7Edf1d778b84.es.html>
- Banco Central Europeo. (2022h). Tipos de interés del BCE. Recuperado el 24 de febrero de 2023, de <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.es.html>
- Banco Central Europeo. (s.f.). El marco de la política monetaria del Eurosistema. Recuperado el 24 de febrero de 2023, de <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/framework/html/index.es.html>
- Banco Central Europeo. (s.f.). Instrumentos de política monetaria. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/instruments/html/index.es.html#reserve-requirements>
- Banco Central Europeo. (s.f.). La política monetaria del BCE. Recuperado el 24 de febrero de 2023, de <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/html/index.es.html>
- Banco Central Europeo. (s.f.). The Eurosystem, the European System of Central Banks (ESCB) and the European Central Bank (ECB). Recuperado el 24 de febrero de 2023, de <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html>

- Banco de España. (s.f.). ¿Qué son las facilidades permanentes? La política monetaria del área del euro. <https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/La-politica-monetaria-del-area-del-euro/tipos-de-interes-del-bce/que-son-las-facilidades-permanentes-.html>
- Banco Mundial. (s.f.). Commodity Markets. Recuperado el 6 de abril de 2023, de <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>
- Bank for International Settlements. (2019). Monetary policy: Effectiveness and interactions with fiscal policy. BIS Papers, No. 101. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap101.pdf>
- Bank of England. (2022). The Bank's Objectives. <https://www.bankofengland.co.uk/about/what-we-do/objectives>
- Barr, D. G. (2021). Collateral and Central Bank Operations. En Handbook of Central Banking, Financial Regulation and Supervision: After the Financial Crisis (pp. 251-266). Edward Elgar Publishing.
- BBC News Mundo. (2022, 24 de mayo). Rusia y Ucrania: 5 mapas y gráficos que muestran cómo ha evolucionado la guerra en 3 meses. <https://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-61552516>
- Beck, G., Gruendl, C., & Padula, M. (2019). The Effects of Monetary Policy on Bank Lending in the Euro Area: Evidence from Aggregate and Bank-Level Data. European Central Bank, Working Paper Series, No. 2237.
- Bénassy-Quéré, A., & Weder di Mauro, B. (2018). The euro area's macroeconomic balancing act. *Economic Policy*, 33(96), 205-261.
- Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M. K., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Gourinchas, P.-O., Martin, P., Posen, A. S., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B., & Zettelmeyer, J. (2021). Rebooting the Eurozone: Step 1- Agreeing a Crisis Narrative. VoxEU. Recuperado de <https://voxeu.org/article/rebooting-eurozone-step-1-agreeing-crisis-narrative>

- Bholat, D., Lastra, R. M., & Markose, S. (2020). The covid-19 pandemic and the shape of the monetary policy curve. *Journal of International Money and Finance*, 110, 102350.
- Blaes, B., & Fendel, R. (2021). Shadow rates and unconventional monetary policy in the euro area. *Journal of International Money and Finance*, 116, 102384.
- Blanchard, O., & Johnson, D. R. (2013). *Macroeconomía* (6ª ed.). Pearson Educación.
- Blattner, T., & Schulze, P. M. (2019). Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area. *Journal of Banking & Finance*, 100, 1-14.
- Blettner, D., & Gündüz, Y. (2016). The Eurosystem's OMT programme and German Constitutional Concerns: the Court's Prerogative to Protect Fundamental Rights and the Future of Europe's Economic and Monetary Union.
- Bloomberg. (2022, March 10). ECB Takes Step Toward Ending Stimulus Despite Omicron Risks. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-10/ecb-takes-step-toward-ending-stimulus-despite-omicron-risks>
- Brañas-Garza, P. & García-Valiñas, M. A. (2018). Assessing the ECB's OMTs in the sovereign bond market: A quantile regression approach. *International Journal of Central Banking*, 14(2), 87-131.
- Bruggeman, A., & Camba-Méndez, G. (2016). The ECB's monetary policy since the start of the financial crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 30(1), 39-58.
- Buendía, A., & Fernández-Rodríguez, F. (2022). Interacción entre inflación, tipos de interés y deuda: evidencia empírica para la zona euro. *Revista de Economía Mundial*, (59), 117-146. <https://doi.org/10.20430/ete.v0i59.1035>
- Caldera, A., & Georgiadis, G. (2021). The EU's response to the COVID-19 pandemic: Building a resilient Europe. *European Journal of Political Economy*, 67, 1-23.

- Carvalho, T. A., & García, J. R. (2021). Energy Markets in the EU: A Review of the Main Trends and Developments. *Energies*, 14(16), 4938. <https://doi.org/10.3390/en14164938>
- Chaisty, P., & Whitefield, S. (2022). How challenger parties can win big with frozen cleavages: Explaining the landslide victory of the Servant of the People party in the 2019 Ukrainian parliamentary elections. *Party Politics*, 28(1), 115-126.
- Chislett, W. (2019, 4 de abril). Los halcones de la austeridad del BCE. Real Instituto Elcano. [https://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/web/rielcano\\_es/contenido?WCM\\_GLOBAL\\_CONTEXT=/elcano/elcano\\_es/zonas\\_es/chislett-los-halcones-de-la-austeridad-del-bce](https://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/web/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/chislett-los-halcones-de-la-austeridad-del-bce)
- Clingendael Institute. (2020). European energy security and the role of gas. [https://www.clingendael.org/sites/default/files/2020-02/Clingendael\\_Report\\_European\\_Energy\\_Security\\_and\\_the\\_Role\\_of\\_Gas.pdf](https://www.clingendael.org/sites/default/files/2020-02/Clingendael_Report_European_Energy_Security_and_the_Role_of_Gas.pdf)
- Coe, N. M. (2014). Global Production Networks and the New Industrial Geography of Europe. *Journal of Economic Geography*, 14(5), 959–976.
- Comisión Europea. (2018). Propuesta de presupuesto del euro. [https://ec.europa.eu/info/publications/economic-and-financial-affairs/2018-proposal-euro-area-budget\\_es](https://ec.europa.eu/info/publications/economic-and-financial-affairs/2018-proposal-euro-area-budget_es)
- Comisión Europea. (2021a). La estrategia de la UE para la sostenibilidad financiera. Recuperado el 03 de marzo de 2023, de [https://ec.europa.eu/info/publications/eu-financial-sustainability-strategy-2021\\_es](https://ec.europa.eu/info/publications/eu-financial-sustainability-strategy-2021_es).
- Comisión Europea. (2021b). Previsiones económicas de primavera de 2021. Oficina de Publicaciones de la Unión Europea. [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/european-economic-forecast-spring-2021\\_es](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/european-economic-forecast-spring-2021_es)

- Comisión Europea. (2021c). REPowerEU: Una iniciativa de la UE para reducir la dependencia energética de Rusia. [https://ec.europa.eu/spain/news/20211208\\_repowerEU\\_es](https://ec.europa.eu/spain/news/20211208_repowerEU_es)
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2021). Evolución de los precios de los mercados energéticos en España. Tercer trimestre de 2021. Recuperado el 6 de abril de 2023, de [https://www.cnmc.es/sites/default/files/1634709478\\_Evolucion\\_precios\\_mercados\\_energeticos\\_3T\\_2021.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/1634709478_Evolucion_precios_mercados_energeticos_3T_2021.pdf)
- Congreso de los Diputados. (s. f.). Los principios de subsidiariedad y proporcionalidad. El cometido de los Parlamentos nacionales. Recuperado 19 de noviembre de 2022, de <https://www.congreso.es/cem/prinsubparlnac>
- Cuatrecasas, A. (2022). ¿Qué objetivos persigue la política monetaria expansiva del BCE en la eurozona? Recuperado el 24 de febrero de 2023, de <https://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/que-objetivos-persigue-politica-monetaria-expansiva-bce-eurozona>
- Datosmacro.com. (s.f.). Prima de riesgo de los países. Recuperado el 6 de abril de 2023, de <https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo>
- Datosmacro.com. (s.f.). Producto Interior Bruto (PIB) de la zona euro. Recuperado el 6 de abril de 2023, de <https://datosmacro.expansion.com/pib/zona-euro>
- De Grauwe, P. (2018). Monetary policy in the eurozone: Evolution and challenges. *Comparative Economic Studies*, 60(1), 1-12.
- De Jonghe, O., Dewachter, H., Mulier, K., & Wauters, J. (2021). Monetary policy and the bank-lending channel in the euro area. *Journal of International Money and Finance*, 110, 102407. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102407>
- De Santis, R., & Surico, P. (2021). The ECB's unconventional monetary policy measures and their effects on banks' lending and balance sheet: Evidence from the TLTROs. *Journal of International Money and Finance*, 118, 1-22.

- Debelle, G., & O'Brien, A. (2019). Liquidity Provision by the Eurosystem During the Crisis: Did Something Change?. In *Central Banking in Turbulent Times* (pp. 21-27). Springer, Cham.
- Dées, S., & Zekaite, Z. (2022). The asymmetric effects of monetary policy: A narrative approach. *Journal of Macroeconomics*, 71, 103383.
- Döhrn, R., & Schmidt, T. (2021). Low Interest Rates and Monetary Policy in the Euro Area: Causes and Consequences. *International Journal of Central Banking*, 17(3), 147-185.
- Draghi, M. (2012). Introductory remarks at the Global Investment Conference in London. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Eggertsson, G. B., & Gagnon, J. E. (2019). Negative nominal interest rates and the bank lending channel. *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(5), 1265-1294.
- Ertugrul, H. M., Kilic, M. M., & Polat, A. (2022). The Effect of Monetary Policy on Bank Lending: Evidence from the Euro Area. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 11(1), 39-55.
- Esmail, M., & Esmail, B. (2021). Liquefied Natural Gas (LNG) as a Future Energy Source: A Review of the Potential for the European Union. *Energies*, 14(3), 587.
- Europa Press. (2021). Estados Unidos y España firman un acuerdo para aumentar la importación de gas natural licuado. *El Economista*. <https://www.eleconomista.es/energia/noticias/11329236/07/21/Estados-Unidos-y-Espana-firman-un-acuerdo-para-aumentar-la-importacion-de-gas-natural-licuado.html>
- Europa Press. (2022). Bruselas amplía el margen de déficit en 2022 y eleva las exigencias en 2023. Europa Press. <https://www.europapress.es/economia/macroeconomia-00338/noticia->

[bruselas-amplia-margen-deficit-2022-eleva-exigencias-2023-20220301155825.html](https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/european-fiscal-framework)

Eurostat. (2019). El marco presupuestario europeo. Recuperado el 02 de marzo de 2023, de <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/european-fiscal-framework>

Eurostat. (2021a). Deuda y déficit público. Recuperado el 03 de marzo de 2023, de [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/ES/Government\\_finance\\_statistics/es#Deuda\\_y\\_d.C3.A9ficit\\_p.C3.BAblico](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/ES/Government_finance_statistics/es#Deuda_y_d.C3.A9ficit_p.C3.BAblico)

Eurostat. (2021b). Procedimiento de déficit excesivo (PDE). <https://ec.europa.eu/eurostat/web/excessive-deficit-procedure/esdeficits-excesivos>

Eurostat. (2022). Annual inflation up to 9.9% in the euro area. *Euroindicators*. <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/15131946/2-19102022-AP-EN.pdf/92861d37-0275-8970-a0c1-89526c25f392>

Eurostat. (s.f.). Estadísticas de finanzas públicas. En Estadísticas explicadas. Recuperado el 6 de abril de 2023, de [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Government\\_finance\\_statistics/es&oldid=275729](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Government_finance_statistics/es&oldid=275729)

Eurostat. (s.f.). Índice de producción industrial (volumen) - Visión general. En Estadísticas explicadas. Recuperado el 6 de abril de 2023, de [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Industrial\\_production\\_\(volume\)\\_index\\_overview&oldid=389258](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Industrial_production_(volume)_index_overview&oldid=389258)

Eurostat. (s.f.). Industrial production (volume) index - overview. Eurostat Statistics Explained. [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Industrial\\_production\\_\(volume\)\\_index\\_overview](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Industrial_production_(volume)_index_overview)

- Eurostat. (s.f.). Natural gas price statistics. Recuperado el 6 de abril de 2023, de [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Natural\\_gas\\_price\\_statistics/es&oldid=365912](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Natural_gas_price_statistics/es&oldid=365912)
- Eurostat. (s.f.). Tasa de inflación en la zona euro. Recuperado el 6 de abril de 2023, de <https://www.euro-area-statistics.org/inflation-rates?lg=es>
- Fatas, A. & Summers, L. (2018). The permanent effects of fiscal consolidations. *Journal of International Economics*, 112, 238-250.
- Favero, C., & Giavazzi, F. (2020). COVID-19 and the Debt Deluge. *European Economic Review*, 124, 103413.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2022). The effect of interest rates on investments. Retrieved from <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2019/february/effect-interest-rates-investment>
- Fernández-Huerta, E. (2022). La invasión de Ucrania por Rusia despierta el fantasma de la inflación. *El País*. <https://elpais.com/economia/2022-02-24/la-invasion-de-ucrania-por-rusia-despierta-el-fantasma-de-la-inflacion.html>
- Fernández-Villaverde, J. (2017). La gran recesión, la política monetaria del BCE y los halcones de la austeridad. *Papeles de Economía Española*, (152), 99-114.
- Financial Times. (2022). ECB signals concern over excess liquidity in eurozone. Retrieved from <https://www.ft.com/content/f982c65e-6002-4a04-a1ee-b9607a0c8434>
- Fondo Monetario Internacional. (2021a). *Global Debt Database*. <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>
- Fondo Monetario Internacional. (2021b). Perspectivas de la economía mundial, julio de 2021: ampliación de las brechas en la recuperación global. FMI. <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2021/07/27/world-economic-outlook-update-july-2021>

- Forbes. (2018). QE2: The impact of the ECB's bond buying program on eurozone debt. Retrieved from <https://www.forbes.com/sites/voxdotcom/2018/09/13/qe2-the-impact-of-the-ecbs-bond-buying-program-on-eurozone-debt/>
- Foroni, C., & Ravazzolo, F. (2019). Quantitative easing and long-term yields in small open economies. *Journal of International Money and Finance*, 94, 1-27.
- Fuest, C., & Heinemann, F. (2017). The ECB's Monetary Policy: A Review. In J. Enderlein, C. Joerges, & J. Neyer (Eds.), *The Handbook of European Governance* (pp. 121-136). Palgrave Macmillan.
- Fuest, C., & Zoller-Rydzek, B. (2022). The Economic Consequences of the Russian-Ukrainian War. CESifo Working Paper Series, No. 9727.
- Gallagher, K. P., Irwin, A., & Wang, Y. (2021). The COVID-19 Debt Deluge: An Assessment of the International Debt Crisis and Implications for Developing Countries. Global Development and Environment Institute, Tufts University.
- Gambetti, L., & Musso, A. (2020). Monetary policy and the risk-taking channel: Evidence from the euro area banks. *Journal of Financial Intermediation*, 43, 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2019.100832>
- García Andrés, G. (2020, octubre). *Tareas pendientes en la política monetaria europea*. <http://www.revistasice.com/index.php/ICE/article/view/7102/7111>
- García, A. (2018). El papel de la facilidad permanente de crédito del Banco Central Europeo en la gestión de la liquidez bancaria. *Revista de Economía y Finanzas*, 2(1), 1-10.
- García, M. (2022). Armonización fiscal en la Unión Europea: de la crisis financiera a la crisis pandémica. *Revista de Economía y Finanzas*, 9(1), 23-37.
- Gerdesmeier, D., Roffia, B., & Eleftheriou, M. (2010). Monetary policy during the financial crisis: Is the transmission mechanism impaired?. *European Journal of Political Economy*, 26(4), 463-489.

- Goglio, A., & Ferri, A. (2020). The European Central Bank's Monetary Policy in the Eurozone: Flexibility, Credibility and Future Prospects. *Journal of Common Market Studies*, 58(4), 854-869.
- Goglio, A., & Ferri, A. (2020). The European Central Bank's Monetary Policy in the Eurozone: Flexibility, Credibility and Future Prospects. *Journal of Common Market Studies*, 58(4), 854-869.
- Goglio, A., & Ferri, A. (2020). The European Central Bank's Monetary Policy in the Eurozone: Flexibility, Credibility and Future Prospects. *Journal of Common Market Studies*, 58(4), 854-869.
- Gómez-Abascal, I. (2019). La fiscalidad europea ante la encrucijada de la armonización. *Anuario de la Integración Europea*, 12, 61-76. Recuperado de: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7197976>
- Gómez-Elvira, M. G., & García-Álvarez, M. T. (2019). Análisis de las alternativas a la utilización de gas natural en la industria. *DYNA Ingeniería e Industria*, 94(4), 373-379. <https://doi.org/10.15446/dyna.v94n4.76129>
- Gómez, E. B. (2015). Los instrumentos no convencionales de política monetaria del BCE. *Revista de Economía Mundial*, (39), 63-78.
- González, A. (2022). La guerra en Ucrania aumenta la desconfianza de inversores y empresas. *Expansión*. Recuperado de <https://www.expansion.com/economia/2022/02/28/622f1d54e5fdea992b8b4577.html>
- Hartmann, P., Pires, F., & Straub, R. (2021). Global spillovers of US monetary policy: evidence from a data-rich model. *Journal of International Money and Finance*, 112, 102380.
- Hernández de Cos, P. (2022). La normalización de la política monetaria del BCE: una hoja de ruta. Presentación en la Convención Anual de la Asociación de Mercados Financieros.

- Hilscher, J., & Nosbusch, Y. (2022, January 25). A New Barometer of Global Supply Chain Pressures. *Liberty Street Economics*.  
<https://libtystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/01/a-new-barometer-of-global-supply-chain-pressures.html>
- Holtemöller, O., & Brautzsch, H. U. (2022). Das ifo Konjunkturtest Modul "Preise": Entwicklung und Prognose der Inflation im Euroraum. *ifo Schnelldienst*, 75(4), 34-41.
- Houben, A., & Stix, H. (2021). Inflation dynamics in the euro area: where do we stand?. *Focus on European Economic Integration*, 2/21, 25-43.
- Instituto Nacional de Estadística. (2021). Índice de producción industrial. Recuperado de <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=20869>
- International Monetary Fund. (2017). Monetary policy in the new normal. *IMF Policy Paper*.  
<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/05/02/Monetary-Policy-in-the-New-Normal-44964>
- Jarociński, M., & Karadi, P. (2018). Deconstructing monetary policy surprises: The role of information shocks. *Journal of Monetary Economics*, 96, 1-15.
- Jiménez, J. (2019). El BCE se ha mantenido flexible con el colateral. *Expansión*. Recuperado de <https://www.expansion.com/economia/2019/09/09/5d75f69de5fdea797e8b45b8.html>
- Kavvadia, H., & Tzouvelekas, V. (2021). Mercados energéticos en tiempos de crisis: el caso del conflicto ruso-ucraniano. *Energies*, 14(13), 3882.  
<https://doi.org/10.3390/en14133882>
- Kozyreva, P., & Martens, M. (2022). Precios de las materias primas y sanciones: evidencia del conflicto ucraniano. *Journal of International Economics*, 133, 103512. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103512>

- Krippner, L. (2012). Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments. Banco de la Reserva Federal de Nueva York.
- Lane, P. R. (2022). Global monetary policy and spillovers. *Journal of International Money and Finance*, 121, 102466.
- Lapavitsas, C. (2019). *The Left Case Against the EU*. Polity Press.
- Lavigne, R. (2018). Understanding Core Inflation: A Review of Some Conceptual, Empirical, and Policy Issues. *International Journal of Central Banking*, 14(3), 95-135. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb18q3a4.htm>
- Lindé, J. (2018). Challenges for monetary policy: new and old. *Review of World Economics*, 154(1), 1-37.
- Lopez-Gomez, E., & Berzosa, A. (2021). Industry 4.0 and Advanced Manufacturing Technologies: Effects on Industry and Employment in Europe. *Sustainability*, 13(4), 2072.
- López-Pérez, V., & Dejuán, Ó. (2021). European Monetary Policy in a Post-Covid World. *Journal of International Money and Finance*, 114, 1-13.
- Mankiw, N. G. (2016). *Principios de economía (7a ed.)*. Cengage Learning Editores, S.A. de C.V.
- Mankiw, N. G. (2019). *Principios de economía*. Barcelona: Antoni Bosch Editor.
- Martínez-García, E., & Paredes-Frigolett, H. (2021). European Monetary Policy: Between Doves and Hawks. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(3), 125. doi: 10.3390/jrfm14030125
- McCallum, A. (2019). The Geopolitics of Gas: Examining Europe's Dependence on Russia. *International Journal of Humanities and Social Science Research*, 8(1), 64-74.
- Mellen, B. (2020). La expansión cuantitativa limitada en la eurozona. *Análisis Económico*, 35(87), 87-110.

- Nodia, G. (1994). The Ukrainian national idea and the challenge of independence. *Nationalities Papers*, 22(1), 19-29.
- Noval Martín, J. P. (2022). Reformas fiscales en la Unión Europea. Una propuesta para un nuevo marco fiscal europeo. *Revista de Economía Crítica*, (24), 100-115.
- Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura. (2022). *Índice de precios de los alimentos de la FAO | Situación Alimentaria Mundial | Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura*. Recuperado 8 de noviembre de 2022, de <https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/es/>
- Organization for Economic Cooperation and Development. (2021). Política fiscal. Recuperado de <https://www.oecd.org/economy/fiscal-policy.htm>
- OTAN. (2022, 4 octubre). *Member countries*. [https://www.nato.int/cps/en/natohq/topics\\_52044.htm](https://www.nato.int/cps/en/natohq/topics_52044.htm)
- Parlamento Europeo. (2021a). La propuesta de la Comisión de un Fondo de Transición Justa de 17.500 millones de euros, explicada. Parlamento Europeo. <https://www.europarl.europa.eu/news/es/headlines/economy/20210610STO06402/la-propuesta-de-la-comision-de-un-fondo-de-transicion-justa-de-17-500-millones-de-euros-explicada>
- Parlamento Europeo. (2021b). Política fiscal de la Unión Europea. Recuperado de <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/7/politica-fiscal-de-la-union-europea>
- Parlamento Europeo. (2022). *La política monetaria europea*. *Europarl*. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/86/la-politica-monetaria-europea>
- Patiño, F. A. (2017). La facilidad de disponibilidad extraordinaria en la política monetaria del Banco Central Europeo. *Revista de Economía Institucional*, 19(36), 201-219.

- Petroulas, P., & Vouldis, A. (2021). The asymmetric impact of monetary policy on firm financing costs. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 71, 101348.
- Pop, V. (2021). "ECB bond-buying scheme suffers legal setback." *Politico*. Recuperado de <https://www.politico.eu/article/ecb-bond-buying-scheme-suffers-legal-setback/>
- Potrafke, N., & Reischmann, M. (2020). The ECB's OMT Programme: A Monetary Policy Tool to Deal with Contagion in the Eurozone?. *Journal of Economic Policy Reform*, 23(3), 243-261.
- Pozos-Estrada, A. (2019). Collateral Requirements and Credit Supply. Evidence from the Eurosystem. *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(2-3), 419-449.
- Prieto-Rodríguez, E., & Uxó-González, J. (2021). The effectiveness of unconventional monetary policy on economic growth in the Euro area. *Sustainability*, 13(16), 9237.
- Raczko, M., & Stanisławska, E. (2019). The shadow rate: a useful tool for understanding the macroeconomic dynamics of the euro area. *National Bank of Poland Working Papers*, (289).
- Real Instituto Elcano. (2022). Efectos económicos y geopolíticos de la invasión de Ucrania. Recuperado el 6 de abril de 2023, de <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/efectos-economicos-y-geopoliticos-de-la-invasion-de-ucrania/>
- Repenning, D., & Astroza, P. (2022). La invasión rusa a Ucrania: claves históricas para comprender el conflicto.
- Reserva Federal de Estados Unidos. (s.f.). La Fed y sus objetivos. Reserva Federal de Estados Unidos. <https://www.federalreserve.gov/espanol/aboutthefed/fed-and-objectives.htm>

- Reuters. (2022). La invasión de Ucrania podría aumentar los precios de los alimentos en Europa. *El Economista*.  
<https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11283233/02/22/La-invasion-de-Ucrania-podria-aumentar-los-precios-de-los-alimentos-en-Europa.html>
- Romer, D. (2012). *Advanced Macroeconomics* (4ª ed.). McGraw-Hill Education.
- Schoenmaker, D. (2015). Governance of International Banking: The Financial Trilemma. *Journal of Financial Economic Policy*, 7(4), 390-406.
- Scott, M. (2021). "Legal challenges continue to plague the ECB's OMT programme." *Central Banking*. Recuperado de <https://www.centralbanking.com/central-banking-journal/feature/2520862/legal-challenges-continue-to-plague-the-ecbs-omt-programme>
- Semenova, S., & Pylypenko, K. (2022). Efectos económicos de la agresión rusa contra Ucrania: una revisión de la evidencia empírica. *Eurasian Economic Review*, 12(1), 93-119. <https://doi.org/10.1007/s40822-022-00193-w>
- Smith, J. (2019). The role of the European Central Bank in influencing money supply and interest rates. *Journal of Economics*, 25(3), 45-62.
- Solonenko, I. (2018). The Russian-Ukrainian Conflict and Its Impact on Security of the Central European Region. *Naučni zapiski Nacional'nogo unìversitetu "Ostroz'ka akademiâ". Seriâ "Politologiâ"*, (5), 7-11.
- Steinkamp, S., & Tornell, A. (2021). The determinants of sovereign bond yield spreads in the euro area. *Journal of International Money and Finance*, 111, 102406.
- Stiglitz, J. E. (2016). *The euro: How a common currency threatens the future of Europe*. WW Norton & Company.
- Stoll, M., y Tafel, O. (2018). Los tipos de interés de la zona del euro: ¿cómo afectan a los bancos y a la economía real? *Boletín Económico del Banco de España*,

(JUL), 1-13.  
[https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSe  
riadas/BoletinEconomico/18/Jul/Fich/be1807-art1.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSe<br/>riadas/BoletinEconomico/18/Jul/Fich/be1807-art1.pdf)

Streeck, W. (2016). How will capitalism end?: Essays on a failing system. Verso Books.

Suárez, J. (2022, 24 de febrero). La guerra en Ucrania, en directo: la ONU alerta de que el país puede sufrir la peor hambruna en décadas. El País. Recuperado de <https://elpais.com/internacional/2022-02-24/la-guerra-en-ucrania-en-directo-el-ejercito-ruso-se-acerca-a-la-ciudad-de-jarkov.html>

Tambakis, D., & Vlassopoulos, T. (2021). Forward Guidance y los efectos de la política monetaria en el consumo y el ahorro. Journal of Money, Credit and Banking, 53(1), 85-124.

The Economist. (2019). The ECB's new stimulus may have unpleasant side-effects. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2019/09/19/the-ecbs-new-stimulus-may-have-unpleasant-side-effects>

Timmermann, A. (2022). The effectiveness of monetary policy under inflation targeting: Evidence from the euro area. Journal of Monetary Economics, 123, 43-58.

Tratado de la Unión Europea. (2016). Artículo 127: Objetivos y tareas del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Recuperado de: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:12016M/TXT&from=ES>

Tribunal de Justicia de la Unión Europea. (2020). Comunicado de prensa No 101/20: Sentencia en los asuntos acumulados C-493/17 y C-494/17 Weiss y otros.

Unión Europea. (2007). Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (versión consolidada).

- Wu, J. (2022). Shadow Rates. Retrieved from <https://sites.google.com/view/jingcynthiawu/shadow-rates>
- Xia, F. D., & Wu, C. (2014). Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(S2), 51-81. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12142>
- Zhang, W., & Wei, Y. (2022). The asymmetric impact of monetary policy on government debt costs: Evidence from G7 countries. *The North American Journal of Economics and Finance*, 55, 101518.
- Zhang, X., & Wang, H. (2021). The Influence Factors of Liquefied Natural Gas Price in China. *Energy Procedia*, 189, 42-47.

## 9. APÉNDICE

### 9.1. PROPUESTA DE REFORMA FISCAL

Para alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios, en las circunstancias actuales, resultaría muy conveniente cierta armonización fiscal. De este modo, las medidas actuales de política monetaria no perjudicarían tanto a los países con mayor deuda estatal (es necesario recordar la fragmentación financiera existente en Europa) y serían eficaces para las economías de todos los estados pertenecientes a la Zona Euro. Igualmente, los diferenciales de deuda soberana dificultan la transmisión de la política monetaria (Altavilla, Barbiero & Boucinha, 2021).

Los autores de la corriente reformista como el Grupo Glienicker, Antoni Castells o Juan Torres López, también conocidos como “palomas”, defienden que es necesario llevar a cabo una reforma europea, es decir, defienden más Europa, bajo la influencia de las políticas keynesianas. Apoyan un mayor peso de las instituciones comunitarias en las políticas europeas. Apuestan por iniciativas como planes de crecimiento, un presupuesto o una deuda europeos (Martínez-García & Paredes-Frigolett, 2021).

Hoy en día, cada estado miembro tiene soberanía sobre los instrumentos de su política fiscal estatal: recaudación de impuestos, gasto público y acción de política presupuestaria (Congreso de los Diputados, s.f.).

En 2011, se inició un proceso hacia cierta armonización fiscal a nivel europeo a raíz de la crisis de 2008. No obstante, las reglas fiscales de la Unión Europea que se establecieron en 2011 han sido paralizadas como consecuencia de la crisis pandémica y su restablecimiento ha sido aplazado por la invasión rusa de Ucrania (García, 2022). Dicha armonización fiscal supuso reformas institucionales que fueron aplicadas en los últimos años pero que han sido suspendidas desde la pandemia: el Tratado de Estabilidad, los planes de austeridad y las políticas de ajuste, el Semestre Europeo, el Six-pack y el Fondo de rescate europeo (García, 2022).

Asimismo, hay nuevas propuestas aún en discusión. Entre ellas, se encuentra el Presupuesto del euro o un instrumento equivalente, consistente en un presupuesto

específico para que los estados de la Zona Euro puedan implementar las políticas fiscales (Comisión Europea, 2018). También se está barajando la introducción de un Fondo de estabilización, un instrumento contracíclico para mantener la convergencia en momentos de crisis. Y, por último, se está planteando la idea de una mayor capacidad impositiva europea que incluya, por ejemplo, impuestos tecnológicos; la idea de este último instrumento es combatir la elusión y deslocalización fiscal (Parlamento Europeo, 2021a).

Podría resultar conveniente un mecanismo fiscal en Europa para que todos los estados miembros mantengan la convergencia de política fiscal si se quieren evitar desajustes entre países y riesgos de rescate al implementar medidas de política monetaria.

Como ha sido ya indicado, el restablecimiento de las reglas fiscales de la Unión Europea mencionadas, paralizadas por la pandemia, se ha aplazado por la invasión rusa de Ucrania (García, 2022). En este punto, el debate que surge es sobre si se recuperan las normas fiscales de 2011, si se flexibilizan o si se endurecen.

En el presente Trabajo de Fin de Grado se defiende el tercer escenario: la reforma de las actuales pero paralizadas reglas fiscales de la Unión Europea con el objetivo de que sean menos permisivas. La justificación de ello reside en la necesidad de que exista un equilibrio financiero entre países y que la política monetaria común pueda aplicarse eficazmente en toda la Zona Euro sin provocar desajustes y perjuicios en algunos países. El hecho de que los países del sur europeo se endeuden mucho no es solo perjudicial para estos, sino que también crea inestabilidad en el mercado común y una responsabilidad en los países del norte de ser los acreedores.

Los tres componentes que forman la propuesta para reformar las reglas fiscales de la Unión Europea son la dotación de capacidad fiscal, la reforma del “brazo correctivo” y la reforma del “brazo preventivo” (Noval Martín, 2022).

#### 9.1.1. Dotación de capacidad fiscal

En primer lugar, se propone que la Unión Europea tenga capacidad fiscal propia pues, hasta ahora, los responsables de los instrumentos de política fiscal han sido los estados, resultando algunos eficientes y responsables, mientras otros han fracasado, lo que los ha

llevado a tener graves problemas de déficit fiscal. Y, como ya ha sido mencionado, este hecho no solo les perjudica a ellos, sino que pone en riesgo el mercado común y crea la responsabilidad en otros estados de ser sus acreedores.

Respecto a la propuesta de una fiscalidad común, ha surgido el debate entre escépticos y europeístas. Mientras los primeros proponen que los instrumentos fiscales sean exclusivos para solventar los efectos de las crisis pandémica y geopolítica, los segundos defienden una cesión de soberanía a la Unión Europea (Gómez-Abascal, 2019).

Para que el Banco Central Europeo pueda realmente ejercer su mandato y lograr su objetivo de la estabilidad de precios, es necesaria la armonización fiscal y la opción más efectiva de alcanzarla es mediante la cesión de soberanía por parte de los estados miembros a la UE. La alternativa a esta serían acuerdos mediante la cooperación intergubernamental entre estados, sin embargo, este enfoque tiende a quedarse en una mera recomendación en lugar de resultar un verdadero compromiso.

La justificación de esta unión fiscal europea reside en que muchos de los problemas que afectan a la Zona Euro tienen su origen en que la unión económica es incompleta, teniendo que ser esta no exclusivamente monetaria sino también fiscal para resolverlos. Hay un gran desequilibrio en la unión económica europea, existiendo una sólida unión monetaria, una unión bancaria y algunas reglas de política fiscal.

Si cada estado mantiene su propia política fiscal, las medidas de política monetaria van a tener impactos muy diferentes en función de las características financieras de cada país, como ya se ha explicado anteriormente. Asimismo, puede conllevar a situaciones inmorales como el hecho de que un estado aumente el gasto público con el objetivo de mejorar su estado del bienestar e implementar políticas irresponsables sabiendo que, en caso de no poder hacer frente a las deudas ocasionadas por estas imprudencias, va a ser rescatado por las instituciones europeas. Y, al final, estos costes inciden en los países más adinerados y eficientes fiscalmente, como puede ser Alemania.

Si la Unión Europea realmente quiere ser una unión económica próspera, no debe ser meramente una unión monetaria sino también fiscal. Es decir, la política monetaria y la política fiscal deberían ir más acompañadas.

Ante este insostenible escenario de una política monetaria comunitaria y una política fiscal estatal, existe otra opción defendida por la corriente rupturista. Autores como Costas Lapavitsas (2019), Joseph Stiglitz (2016) o Wolfgang Streeck (2016) proponen un proyecto europeo alternativo para solucionar este desequilibrio de políticas que, en algunos casos, es antieuropeísta. Esta corriente rupturista apuesta por la salida de la unión monetaria para recuperar la autonomía en términos de política económica de los estados miembros. De esta manera, se acabaría también con el desequilibrio de una política monetaria común pero una política fiscal nacional. Sin embargo, en vez de pasar a ser ambas competencias comunitarias, se convertirían las dos en competencias nacionales. La opción rupturista supondría el fin de la Unión Europea. Sin una política monetaria común, no se podría mantener el euro y se perdería la esencia de la UE, convirtiéndose así en una mera unión aduanera. Es por ello por lo que esta alternativa resulta inmensamente disruptiva con el concepto actual europeo.

La alternativa considerada más conveniente para mejorar y avanzar en el actual proceso de integración europea es la dotación de capacidad fiscal a la Unión Europea, para acabar con los diferenciales de deuda soberana que se encuentran en la actualidad dificultando la transmisión de la política monetaria.

Cabe añadir que, en caso de establecerse una política fiscal común, el escenario de compra de deuda estatal se vería modificado, pasando a ser lícita la financiación de déficit estatal por parte del BCE, al ser la fiscalidad una competencia de la Unión Europea.

#### 9.1.2. Reforma del “brazo correctivo”

El denominado “brazo correctivo” consiste en un procedimiento para corregir los déficits excesivos de los estados miembros (Eurostat, 2021b).

El objetivo fiscal europeo es que la deuda pública de los países sea menor del 60% del PIB y que el déficit se encuentre por debajo del 3%. El Tratado de Estabilidad establece que cuando un país no cumple estos dos criterios debe seguir la regla del 1/20, es decir, reducir cada año un veinteavo del exceso de deuda (Eurostat, 2021a).

Sin embargo, esta reducción no es realista, ha de ser más flexible y tener en cuenta el ciclo económico y las circunstancias de cada estado ya que, como se comprobó en la Figura 7, la deuda pública de muchos países europeos no solo no se está reduciendo, sino que está aumentando.

La Comisión Europea ha propuesto ya una nueva aproximación consistente en mantener los porcentajes máximos del 60% y 3% pero eliminando la regla del 1/20. Asimismo, se establece un sistema de sanciones más automático (Comisión Europea, 2021a).

Resulta conveniente que se apruebe esta nueva propuesta y exista una mayor flexibilidad para corregir los déficits de los estados, adaptando el procedimiento a cada uno de los países. El objetivo es el saneamiento financiero de los estados, pero este ha de alcanzarse de manera gradual y realista.

### 9.1.3. Reforma del “brazo preventivo”

En aras de que el déficit y la deuda de los países no siga incrementándose, existe un procedimiento provisorio conocido como “brazo preventivo”. Este es un recurso de supervisión de la situación presupuestaria estatal para evitar políticas fiscales que puedan llevar a déficits excesivos (Eurostat, 2019).

En la actualidad, de acuerdo con el Tratado de Estabilidad, el máximo déficit estructural que, por norma general, puede alcanzar un estado a medio plazo es del 1,5% del PIB, aunque existen excepciones en el que este porcentaje se disminuye al 1% (Europa Press, 2022).

Se propone reformar este procedimiento preventivo y ser más restrictivos con el crecimiento del déficit público, pues los problemas financieros de un país repercuten en el mercado común. A diferencia del “brazo correctivo”, referente a la deuda pública, el “brazo preventivo” es en relación con el déficit público. Conforme a Favero y Giavazzi (2020), salvo excepciones, es más sencillo reducir el déficit que la deuda pública.

Por ello, se propone un máximo del 0,5% del PIB a medio plazo para aquellos países que no cumplen con los criterios del 3% y 60% previamente mencionados, con el objetivo de

que este desajuste no siga incrementándose y se vea reducido hasta alcanzar cierto equilibrio entre los estados miembros.

Por último, se considera conveniente resaltar que el hecho de que la política monetaria y la política fiscal deban ir acompañadas varía en función de las decisiones tomadas. En caso de que los instrumentos de política monetaria implementados estén relacionados con la subida de tipos de interés, compra de deuda o similares, se propone una mayor capacidad europea. Sin embargo, si los instrumentos establecidos por el Banco Central Europeo se limitan a medidas como la reforma de las TRLTROs y el TAPP, se podría mantener la desvinculación entre las políticas monetaria y fiscal sin grandes perjuicios.