



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**POLÍTICA MONETARIA NACIONAL VERSUS SUPRANACIONAL: UN ANÁLISIS
COMPARATIVO DEL BANCO DE INGLATERRA Y EL BANCO CENTRAL
EUROPEO (2000-2026)**

Autor: María del Carmen Álvarez Echavarría

Director: Gonzalo Gómez Bengoechea

MADRID | Marzo 2026

Resumen:

El presente trabajo analiza comparativamente dos modelos de política monetaria durante el periodo 2000-2025: el Banco Central Europeo (BCE), como banco central supranacional, y el Banco de Inglaterra (BoE), como banco central nacional. El objetivo es determinar cuál resulta más efectivo para alcanzar la estabilidad de precios, sostener el crecimiento económico y cumplir los objetivos macroeconómicos.

El análisis se apoya en cuatro variables: inflación, crédito al sector privado, mercado laboral y rendimiento del bono soberano a 10 años, estructuradas en torno a cinco periodos históricos: la estabilidad precrisis (2000-2007), la crisis financiera y de deuda soberana (2008-2013), la recuperación económica (2014-2018), la pandemia de COVID-19 (2019-2022) y el episodio inflacionario reciente (2023-actualidad). Dentro de la zona euro se comparan los casos de Alemania y Grecia para evaluar los efectos asimétricos de una política monetaria única aplicada a economías estructuralmente heterogéneas.

Los resultados muestran que ninguno de los dos modelos es superior en términos absolutos: el BCE enfrenta las limitaciones estructurales de gestionar una política única para economías heterogéneas sin los mecanismos de ajuste necesarios, mientras que el Banco de Inglaterra, pese a operar con mayor precisión sobre una economía homogénea, queda más expuesto a shocks externos que escapan a su control. Se concluye que la efectividad de cada modelo depende del entorno estructural en el que opera y del tipo de shock al que se enfrenta.

Palabras Clave: política monetaria, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, áreas monetarias óptimas, inflación, transmisión monetaria, fragmentación financiera, heterogeneidad estructural.

Abstract:

This paper provides a comparative analysis of two monetary policy models over the period 2000-2025: the European Central Bank (ECB), as a supranational central bank, and the Bank of England (BoE), as a national central bank. The aim is to determine which proves more effective in achieving price stability, sustaining economic growth, and meeting macroeconomic objectives.

The analysis draws on four variables: inflation, private sector credit, labour market conditions, and 10-year sovereign bond yields, structured around five historical periods: pre-crisis stability (2000-2007), the financial and sovereign debt crisis (2008-2013), the economic recovery (2014-2018), the COVID-19 pandemic (2019-2022), and the recent inflationary episode (2023-present). Within the euro area, Germany and Greece are compared to assess the asymmetric effects of a single monetary policy applied to structurally heterogeneous economies.

The findings show that neither model is superior in absolute terms. The ECB faces the structural limitations of managing a single policy for heterogeneous economies without the necessary adjustment mechanisms, while the Bank of England, despite operating with greater precision over a homogeneous economy, is more exposed to external shocks beyond the reach of monetary policy. The paper concludes that the effectiveness of each model depends on the structural environment in which it operates and the nature of the shocks it faces.

Keywords: monetary policy, European Central Bank, Bank of England, optimum currency areas, inflation, monetary transmission, financial fragmentation, structural heterogeneity.

Índice

1. Introducción.....	9
1.1. Pregunta de investigación y contexto.....	9
1.2. Objetivos.....	10
1.3. Metodología.....	11
1.4. Estructura.....	11
2. Marco teórico: Política monetaria y bancos centrales.....	12
2.1. Concepto de política monetaria y objetivos de política monetaria.....	12
2.2. Funciones e instrumentos de los bancos centrales.....	14
2.3. Banco central nacional vs. supranacional: fundamentos y diferencias clave.....	16
2.4. Teoría de las áreas monetarias óptimas.....	17
3. Análisis comparativo.....	20
3.1. Indicadores de referencia y metodología de análisis.....	20
3.2. Banco Central Europeo.....	21
3.2.1.Principales medidas de política monetaria.....	21
3.3. Banco de Inglaterra (BoE).....	39
3.3.1.Principales medidas de política monetaria.....	39
3.4. Resultados.....	53
3.4.1.Análisis de las variables.....	53
3.4.2.Evaluación de resultados.....	78
3.4.3.Valoración del modelo más efectivo.....	81
4. Conclusiones y recomendaciones.....	83
4.1. Conclusiones y limitaciones de estudio.....	83
4.2. Recomendaciones de política monetaria.....	84
5. Referencias.....	85

Índice de gráficos:

Gráfico 1: Curva de tipos de interés BCE (2000-2007)	22
Gráfico 2: Crecimiento anual PIB zona euro (%; 1999-2007)	23
Gráfico 3: Curva de tipos de interés BCE (2008-2013)	25
Gráfico 4: Balance BCE – Total Activos del Eurosistema a diciembre (Bn €)	27
Gráfico 5: Rendimiento del bono a 10 años y prima de riesgo: Grecia frente a Alemania (2008-2013)	28
Gráfico 6: Curva de tipos de interés BCE (2014-2018)	30
Gráfico 7: Crecimiento del crédito al sector privado en la zona euro, Alemania y Grecia (2014-2018)	32
Gráfico 8: Curva de tipos de interés BCE (2019-2022)	33
Gráfico 9: Inflación en la zona euro (2019-2022)	35
Gráfico 10: Curva de tipos de interés BCE (2023-2026)	36
Gráfico 11: Crecimiento del crédito al sector privado en la zona euro (2023-2026)	38
Gráfico 12: Evolución del tipo de interés oficial (Bank Rate) en el Reino Unido (2000-2007)	39
Gráfico 13: Evolución del tipo de interés oficial (Bank Rate) en el Reino Unido (2008-2013)	41
Gráfico 14: Crecimiento del PIB del Reino Unido y compras de activos del Banco de Inglaterra (Asset Purchase Facility) (£M; %; 2008-2013)	43
Gráfico 15: Evolución del tipo de cambio GBP/USD (2014-2018)	44
Gráfico 16: Evolución del tipo de interés oficial (Bank Rate) en el Reino Unido (2014-2018)	45
Gráfico 17: Evolución de la tasa inflación interanual (CPI) y del Bank Rate en el Reino Unido (2014-2018)	46
Gráfico 18: Evolución del tipo de interés oficial (Bank Rate) en el Reino Unido (2019-2022)	48
Gráfico 19: Evolución de la inflación en Reino Unido y la compra de activos del Banco de Inglaterra (Asset Purchase Facility) (£M; %; 2019-2022)	49
Gráfico 20: Evolución del Bank Rate en el Reino Unido (2023-2025)	51
Gráfico 21: Crecimiento del PIB del Reino Unido y compras de activos del Banco de Inglaterra (Asset Purchase Facility) (£M; %; 2022-2025)	52
Gráfico 22: Evolución de la tasa de inflación anual en la zona euro, el Reino Unido, Alemania y Grecia (2000-2025)	54
Gráfico 23: Tasa de variación interanual del crédito al sector privado en la zona euro, el Reino Unido, Alemania y Grecia (2000-2025)	60
Gráfico 24: Evolución de la tasa de desempleo anual en la zona euro, el Reino Unido, Alemania y Grecia (2000-2025)	66
Gráfico 25: Evolución del rendimiento del bono soberano a 10 años en Alemania, Grecia y Reino Unido (%; enero 2000-noviembre 2025)	73

1. Introducción

1.1. Pregunta de investigación y contexto

La política monetaria constituye uno de los instrumentos fundamentales para garantizar el correcto funcionamiento de una economía. Su propósito es mantener la estabilidad general de los precios y contribuir a un entorno macroeconómico estable que favorezca el crecimiento y la confianza en los mercados. Los bancos centrales son los encargados de llevar a cabo estas políticas mediante la regulación de la oferta monetaria, el control de la inflación y la gestión de crisis económicas y financieras (Mishkin & Serletis, 2011).

El Banco Central Europeo (BCE) es el organismo supranacional responsable de diseñar y ejecutar una política monetaria común y acorde para todos los países que integran la zona euro. Su creación consolidó en el año 2000 un sistema monetario compartido que ha permitido coordinar a los Estados miembros, reforzar la estabilidad de precios y fortalecer la capacidad de la región para mantener un crecimiento sostenible (Hartmann & Smets, 2018). Sin embargo, los países que integran la zona euro presentan estructuras económicas, niveles de desarrollo y ciclos económicos distintos entre sí, lo que ha dado lugar a una fragmentación financiera persistente, generando condiciones de financiación diferentes según el país. Según Draghi (2019), el Banco Central Europeo aplica una política monetaria común en un contexto de economías heterogéneas, lo que representa un desafío para garantizar que sus decisiones sean efectivas en todos los países que integran la zona euro.

Por otro lado, el Banco de Inglaterra (BoE) constituye un ejemplo de banco central nacional cuya actuación se limita al Reino Unido. Su política monetaria, independiente y basada en la libra esterlina, se centra en un único territorio y permite diseñar medidas ajustadas a las condiciones específicas de la economía británica, lo que en principio otorga mayor flexibilidad y precisión en la transmisión de sus decisiones (Issing, 2002). No obstante, este modelo presenta también sus propias limitaciones: al operar sobre una economía más pequeña y abierta, el Banco de Inglaterra se enfrenta a situaciones en las que su capacidad de respuesta queda condicionada por shocks externos que escapan al control de la política monetaria, sin contar con el respaldo colectivo que otorga una unión monetaria de mayor dimensión.

Ante esta realidad, surge el debate sobre la efectividad de los modelos de política monetaria y se deriva la pregunta de investigación: ¿qué modelo resulta más efectivo para alcanzar un

crecimiento sostenible y cumplir los objetivos macroeconómicos, una política monetaria gestionada por un banco central nacional o por un banco central común a varios países?

El presente trabajo se centra en analizar comparativamente ambos modelos en el período comprendido entre el año 2000 y la actualidad, lo que permite abarcar un periodo desde la creación del BCE y disponer así de una perspectiva completa de su evolución, contrastada con la trayectoria del BoE en el mismo intervalo. El objetivo es evaluar cuál de los dos modelos ha resultado más efectivo en el cumplimiento de los objetivos macroeconómicos y en la promoción de un crecimiento sostenible.

1.2. Objetivos

El propósito principal de este trabajo es:

- Analizar qué modelo de política monetaria resulta más efectivo para cumplir con los objetivos macroeconómicos y alcanzar un crecimiento sostenible: el de un banco central nacional, representado por el Banco de Inglaterra, o el de un banco central supranacional, en este caso el Banco Central Europeo.

Como objetivos secundarios, se plantea:

- Describir el mandato y los objetivos institucionales de ambos bancos centrales para comprender el marco en el que se formulan sus decisiones.
- Estudiar las principales medidas de política monetaria adoptadas en el período comprendido entre el año 2000 y la actualidad, con el fin de abarcar la evolución desde la creación del BCE y analizar la actuación de estas políticas en distintos contextos económicos, como las crisis financieras, el referéndum del Brexit, la pandemia de COVID-19 y la reciente etapa de tensiones inflacionarias.
- Evaluar su impacto sobre cuatro variables fundamentales: inflación, crédito al sector privado, mercado laboral (desempleo) y mercados financieros (rendimiento del bono soberano a 10 años).
- Comparar la eficacia de ambos modelos en términos de ventajas y limitaciones, considerando su capacidad para alcanzar los objetivos planteados.
- Extraer conclusiones que permitan proponer recomendaciones para el diseño de una política monetaria más eficiente y mejor adaptada a los desafíos económicos actuales y futuros.

1.3. Metodología

Para alcanzar los objetivos establecidos, el presente trabajo adopta la metodología del estudio de casos, un enfoque que permite analizar y comparar el funcionamiento de distintos modelos institucionales a lo largo del tiempo con el fin de extraer conclusiones fundamentadas sobre sus efectos y resultados. La validez de esta metodología está ampliamente reconocida en el ámbito de las ciencias sociales. Como señala Ruzzene (2014), el estudio de casos puede generar conclusiones causales válidas siempre que se aplique con rigor metodológico y atención al contexto.

El análisis se centra en dos casos representativos de política monetaria. Por un lado, el Banco de Inglaterra, como ejemplo de banco central nacional que opera de forma independiente en el Reino Unido. Por otro, el Banco Central Europeo, como institución supranacional responsable de la política monetaria común en los países que integran la zona euro. Asimismo, el trabajo incorpora el análisis de dos economías de la zona euro con niveles de desarrollo y estructuras diferentes, Alemania y Grecia, con el objetivo de analizar los efectos de la política monetaria común del BCE en cada uno de los Estados en función de su situación económica específica.

En esta línea, el estudio se basa en un análisis detallado de las decisiones y medidas de política monetaria adoptadas por ambas instituciones desde el año 2000 hasta la actualidad. Este marco temporal permite evaluar la evolución de la política monetaria en distintos contextos económicos y valorar sus resultados en términos de cumplimiento de los objetivos macroeconómicos y de sostenibilidad del crecimiento.

En definitiva, la metodología del estudio de casos permite realizar una comparación sistemática entre dos modelos institucionales distintos de política monetaria y analizar su funcionamiento en contextos económicos reales. A través del contraste entre el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo, así como del examen de economías heterogéneas dentro de la zona euro, el trabajo podrá valorar el impacto de la política monetaria en cada ámbito y responder a la pregunta de investigación sobre qué modelo resulta más efectivo en el cumplimiento de los objetivos macroeconómicos y en la promoción de un crecimiento sostenible.

1.4. Estructura

El presente trabajo se organiza en cuatro apartados principales.

En primer lugar, la introducción expone el contexto y presenta la pregunta de investigación, se plantean los objetivos del estudio, se describe la metodología empleada y, por último, la estructura general del trabajo.

El segundo apartado desarrolla el marco teórico, en el que se definen los principales conceptos relacionados con la política monetaria, sus objetivos e instrumentos, así como las funciones de los bancos centrales. Además, se analizan las diferencias entre un banco central nacional y uno supranacional, y se incorpora la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (Mundell, 1961) para explicar los retos y ventajas de una unión monetaria.

El tercer apartado presenta el análisis comparativo entre el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra. En él se identifican las variables de referencia, utilizadas para medir cómo las decisiones de política monetaria inciden sobre el desempeño económico. A continuación, se estudian las principales medidas de política monetaria adoptadas por ambas instituciones, organizadas en cinco periodos cronológicos: la etapa de estabilidad macroeconómica precrisis, la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana, la recuperación económica, la crisis del COVID-19 y, por último, el periodo marcado por la guerra de Ucrania y las tensiones inflacionarias. Este enfoque permite analizar la evolución de la política monetaria en contextos económicos muy distintos y valorar la capacidad de respuesta de cada modelo ante diferentes tipos de shocks. Finalmente, se presentan los resultados del análisis y se comparan los dos modelos para valorar su efectividad en el cumplimiento de los objetivos macroeconómicos.

Por último, el cuarto capítulo se divide en dos apartados. En el primero se presentan las conclusiones del trabajo, en las que se da respuesta a la pregunta de investigación y se identifican las limitaciones del estudio y las posibles líneas futuras de investigación. En el segundo se formulan recomendaciones de política monetaria orientadas a mejorar la eficacia de la política monetaria y a reforzar su capacidad para promover la estabilidad y el crecimiento económico en el futuro.

2. Marco teórico: Política monetaria y bancos centrales

2.1. Concepto de política monetaria y objetivos de política monetaria

La política monetaria puede definirse como el conjunto de decisiones adoptadas por la autoridad monetaria con el fin de influir en el coste y la disponibilidad del dinero y del crédito en la

economía (Banco de España, s. f.). El Banco Central Europeo la entiende como el instrumento mediante el cual se regulan las condiciones monetarias y financieras para garantizar la estabilidad de precios y apoyar las políticas económicas generales de la Unión Europea (Banco Central Europeo, 2025). En cualquier caso, la política monetaria actúa de forma indirecta sobre la economía real a través del canal del tipo de interés, incidiendo sobre variables como el consumo, la inversión o el ahorro de hogares y empresas (Mishkin, 1996).

Desde una perspectiva más amplia, la política monetaria se integra dentro de la política económica general, entendida como la intervención deliberada del Estado orientada a dirigir la actividad económica hacia fines como el crecimiento, la estabilidad y la equidad (Jordán Galduf, 2003). Su diseño y aplicación corresponden a los bancos centrales, que en la mayoría de las economías avanzadas actúan con un elevado grado de independencia respecto al poder político con el fin de reforzar la credibilidad y la eficacia de sus decisiones.

El objetivo prioritario de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios, condición necesaria para el correcto funcionamiento de la economía y para la consecución de un crecimiento sostenido (White, 2006). En este sentido, el BCE establece como referencia una tasa de inflación en torno al 2% a medio plazo (Banco Central Europeo, 2025). La importancia de este objetivo se comprende al considerar sus consecuencias en ambos sentidos: una inflación persistente reduce el poder adquisitivo, distorsiona las decisiones de consumo e inversión y genera incertidumbre, mientras que la deflación puede inducir a hogares y empresas a posponer sus decisiones de gasto, debilitando la demanda agregada. Un entorno de precios estables, en cambio, favorece una asignación eficiente de los recursos y facilita la planificación a medio y largo plazo (Mishkin, 2011).

Junto a la estabilidad de precios, la política monetaria puede contribuir a otros objetivos como el crecimiento sostenible, el empleo o la estabilidad financiera, siempre que no entren en conflicto con su objetivo prioritario (Chugunov et al., 2021). Una política monetaria eficaz es aquella que logra anclar las expectativas de inflación, reducir la incertidumbre y favorecer un entorno propicio para la toma de decisiones económicas (Mishkin, 2011).

La clarificación de estos conceptos y el análisis de los objetivos de la política monetaria permiten establecer un marco común de referencia a partir del cual comparar la actuación del Banco de Inglaterra y del Banco Central Europeo y evaluar cuál ha resultado más efectivo en la consecución de los objetivos macroeconómicos y en la promoción de un crecimiento sostenible.

2.2. Funciones e instrumentos de los bancos centrales

Los bancos centrales desempeñan funciones claramente diferenciadas de las de los bancos comerciales. A diferencia de estos, no prestan servicios bancarios al público general, sino que actúan como autoridades monetarias responsables de regular las condiciones monetarias y financieras de la economía. Entre sus funciones fundamentales se encuentran la definición y ejecución de la política monetaria, la emisión de la moneda y el control de la base monetaria, la provisión de liquidez al sistema financiero, la orientación de los tipos de interés y la promoción del correcto funcionamiento de los sistemas de pago (Banco Central Europeo, 2025).

La capacidad de los bancos centrales para desempeñar estas funciones se basa en que tienen el monopolio de la base monetaria, al ser los únicos emisores de billetes y proveedores de reservas bancarias (Banco de España, s. f.). Este monopolio les permite regular la cantidad de dinero en circulación, aspecto fundamental para la estabilidad macroeconómica: si la oferta monetaria crece por encima de la capacidad productiva de la economía, se generan presiones inflacionistas. Por ello, el control de la expansión monetaria constituye una función esencial para lograr el objetivo prioritario de estabilidad de precios.

Este control de la base monetaria permite a los bancos centrales influir sobre la liquidez del sistema financiero y las condiciones de financiación de la economía. Cuando los bancos comerciales necesitan liquidez a corto plazo, pueden acudir al banco central y obtener financiación al tipo de interés oficial, que se convierte en la referencia para el resto de los tipos de interés de la economía, influyendo directamente en los costes de financiación de familias y empresas a través del canal del tipo de interés (Mishkin, 1996).

Una vez analizadas las funciones, resulta necesario examinar los instrumentos de política monetaria a través de los cuales los bancos centrales implementan sus decisiones. Estos instrumentos se clasifican en dos grandes categorías: instrumentos convencionales, utilizados en condiciones de normalidad económica, e instrumentos no convencionales, empleados cuando los primeros resultan insuficientes para alcanzar los objetivos de política monetaria (Hartmann & Smets, 2018).

Los instrumentos convencionales son aquellos que los bancos centrales utilizan en condiciones normales para regular la liquidez del sistema financiero y orientar los tipos de interés. El Eurosistema dispone de tres tipos de instrumentos convencionales (Banco Central Europeo, s. f.).

El principal instrumento son las operaciones de mercado abierto, que consisten en la compra o venta de títulos por parte del banco central en los mercados financieros, principalmente deuda pública, con el objetivo de regular los tipos de interés, gestionar la liquidez del sistema financiero y orientar la política monetaria. Dentro de estas, las operaciones principales de financiación (MRO) son las más relevantes, ya que determinan el tipo de interés oficial de referencia, que actúa como principal señal de la política monetaria del BCE. A través de este tipo, el banco central condiciona el coste al que los bancos comerciales acceden a la liquidez, trasladando sus efectos al resto de tipos de interés de la economía (Banco Central Europeo, s. f.).

El segundo instrumento son las facilidades permanentes, que permiten al banco central inyectar o absorber liquidez a un plazo de un día (Banco de España, s. f.). Se distinguen dos modalidades: la facilidad marginal de crédito (MLF), que permite a las entidades obtener liquidez inmediata a un tipo de interés que actúa como límite superior del mercado interbancario, y la facilidad de depósito (DFR), que permite depositar el exceso de liquidez en el banco central a un tipo que actúa como límite inferior. Estos dos tipos, junto con el tipo MRO, conforman los tres tipos oficiales del BCE y establecen el corredor dentro del cual se mueven los tipos del mercado interbancario.

El tercer instrumento es el coeficiente de reservas mínimas, que obliga a los bancos comerciales a mantener en el banco central un porcentaje determinado de sus depósitos en forma de reservas no prestables. Este requisito limita la expansión crediticia, contribuye a regular la oferta monetaria y genera una demanda estructural de liquidez que facilita la gestión de los tipos de interés a corto plazo (Banco Central Europeo, 2025).

Como señala Issing (2002), la política monetaria convencional opera fundamentalmente a través del control de los tipos de interés oficiales como mecanismo principal para alcanzar los objetivos de estabilidad de precios. Sin embargo, en contextos de crisis severa o cuando los tipos de interés alcanzan niveles cercanos a cero, los instrumentos convencionales pueden resultar insuficientes para estimular la economía. En estos casos, los bancos centrales recurren a instrumentos no convencionales con el objetivo de reforzar el estímulo monetario y garantizar la transmisión de la política monetaria a la economía real (Hartmann & Smets, 2018).

Entre los principales instrumentos no convencionales destacan tres tipos. En primer lugar, los programas de compra de activos a gran escala, mediante los cuales el banco central adquiere masivamente activos financieros en los mercados secundarios con el objetivo de reducir los tipos de interés a largo plazo e inyectar liquidez en el sistema, como el Asset Purchase Programme

(APP) y el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) del BCE, o el Quantitative Easing (QE) del BoE (Banco Central Europeo, s. f.; Bank of England, 2025).

En segundo lugar, las operaciones de financiación a largo plazo condicionadas, que proporcionan liquidez a los bancos comerciales a tipos reducidos vinculados al volumen de crédito que estos concedan a la economía real, como las Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO) del BCE o el Funding for Lending Scheme (FLS) del BoE (Banco Central Europeo, s. f.; Bank of England, 2013).

En tercer lugar, la forward guidance, que consiste en la comunicación explícita sobre la orientación futura de la política monetaria con el fin de influir sobre las expectativas de los agentes económicos y anclar los tipos a largo plazo (Hartmann & Smets, 2018).

El análisis de estos instrumentos resulta clave para el presente trabajo, ya que la capacidad de cada modelo para desplegarlos y adaptarlos a distintos contextos económicos constituye uno de los criterios principales para evaluar la efectividad del BCE y del BoE en la consecución de sus objetivos macroeconómicos.

2.3. Banco central nacional vs. supranacional: fundamentos y diferencias clave

La globalización financiera ha cuestionado la concepción clásica de la soberanía monetaria asociada al Estado nación, impulsando el desarrollo de bancos centrales con estructuras que trascienden el ámbito puramente nacional (Mudge & Vauchez, 2022). Ante este contexto, resulta necesario distinguir entre los bancos centrales nacionales, vinculados a un único Estado soberano, y los bancos centrales supranacionales, que operan en marcos institucionales multilaterales integrados por varios Estados miembros.

Los bancos centrales nacionales ejercen su autoridad monetaria dentro de un único país, lo que les permite diseñar políticas monetarias adaptadas a las condiciones macroeconómicas específicas de su economía (Eijffinger & Schaling, 1992). Esta característica les otorga mayor flexibilidad y precisión en la transmisión de sus decisiones, ya que operan sobre una estructura económica relativamente homogénea, con un único mercado de trabajo, un único sistema financiero y un único ciclo económico. Sin embargo, esta misma condición implica una limitación estructural: al operar sobre economías más pequeñas y abiertas, los bancos centrales nacionales están más expuestos a shocks externos que escapan al control de la política monetaria, sin contar con el respaldo colectivo que otorga una unión monetaria de mayor dimensión (Mundell, 1961).

Los bancos centrales supranacionales, por el contrario, operan en una arquitectura institucional más compleja, ya que sus decisiones deben orientarse al interés conjunto de varios Estados miembros (Issing, 2002), lo que implica la cesión de la soberanía monetaria nacional a una autoridad común encargada de aplicar una política monetaria única. Esta estructura les otorga una mayor capacidad de respuesta colectiva y una mayor estabilidad relativa frente a shocks externos, al estar respaldados por una economía de mayor dimensión y diversificación. No obstante, la aplicación de una política única en economías con distintos niveles de desarrollo, estructuras productivas y posiciones fiscales puede generar efectos asimétricos entre los Estados miembro (Burriel & Galesi, 2018). Esta heterogeneidad estructural constituye el principal desafío del modelo supranacional.

Una de las diferencias más relevantes entre ambos modelos reside en el alcance de sus mandatos. Los bancos centrales nacionales suelen disponer de mandatos más amplios y flexibles que, además de la estabilidad de precios, pueden incluir objetivos como el crecimiento económico, el pleno empleo o la estabilidad financiera (Eijffinger & Schaling, 1992). Los bancos centrales supranacionales, en cambio, operan bajo mandatos más estrictos en los que la estabilidad de precios ocupa una posición claramente prioritaria (Banco Central Europeo, 2025). Este diseño responde a la necesidad de garantizar la credibilidad e independencia de la política monetaria en un entorno compuesto por múltiples Estados con intereses potencialmente divergentes, reduciendo el riesgo de que sus decisiones queden condicionadas por las necesidades de financiación de los gobiernos (Camous & Matveev, 2023). Sin embargo, esta rigidez puede dificultar la respuesta ante situaciones que afectan de forma desigual a los distintos países miembros.

2.4. Teoría de las áreas monetarias óptimas

Tal como se ha expuesto en el apartado anterior, la aplicación de una política monetaria única por parte de un banco central supranacional plantea importantes desafíos en un contexto de economías heterogéneas. Esta situación se vuelve especialmente problemática cuando los países de una unión monetaria se encuentran en fases distintas del ciclo económico: una política expansiva necesaria para estimular las regiones en recesión puede generar presiones inflacionistas en las que están en expansión, mientras que una orientación restrictiva destinada a contener la inflación puede agravar el desempleo en las más débiles.

Ante este escenario, Robert Mundell desarrolló la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (1961), con el objetivo de analizar en qué condiciones la adopción de una moneda común y la cesión de la política monetaria nacional pueden considerarse económicamente eficientes. Esta teoría posteriormente ampliada por McKinnon (1963) y Kenen (1969), proporciona un marco analítico fundamental para evaluar los beneficios y las limitaciones de una unión monetaria en contextos de heterogeneidad económica, como el de la zona euro.

El punto de partida de Mundell es que la moneda y la política monetaria actúan como mecanismos de ajuste frente a los denominados shocks asimétricos, es decir, perturbaciones que afectan de manera desigual a distintos países o regiones. En un sistema de tipos de cambio flexibles, un país en recesión puede depreciar su moneda para recuperar competitividad y estimular las exportaciones. Sin embargo, en una unión monetaria esta herramienta desaparece, ya que tanto el tipo de cambio como los tipos de interés son comunes para todos los miembros. En consecuencia, el ajuste debe producirse a través de otros mecanismos internos.

El criterio central identificado por Mundell es la movilidad de los factores productivos, especialmente del trabajo. Si los trabajadores pueden desplazarse con facilidad desde las regiones en recesión hacia las que están en expansión, el ajuste se produce de forma más equilibrada: la movilidad laboral reduce el desempleo en las regiones afectadas negativamente y alivia las presiones inflacionistas en las que crecen con mayor rapidez. De este modo, la movilidad del trabajo actúa como un mecanismo de ajuste automático que sustituye parcialmente al tipo de cambio como herramienta de estabilización (Mundell, 1961).

McKinnon (1963) amplió este marco incorporando el criterio de la apertura comercial. Según este autor, cuanto más abierta e integrada comercialmente sea una economía con el resto de los países de la unión, mayor será el beneficio de compartir una moneda común, ya que la eliminación de la incertidumbre cambiaria reduce los costes de transacción y favorece el comercio. En consecuencia, las economías más abiertas y comercialmente integradas son mejores candidatas para formar parte de una unión monetaria.

Por su parte, Kenen (1969) añadió dos criterios adicionales. En primer lugar, la diversificación productiva: las economías con estructuras productivas más diversificadas están mejor preparadas para absorber shocks sectoriales, ya que una perturbación que afecte a un sector específico tendrá un impacto limitado sobre el conjunto de la economía. En segundo lugar, Kenen argumenta que la integración fiscal entre los países miembros constituye un mecanismo de ajuste alternativo al

tipo de cambio. En ausencia de movilidad laboral suficiente, las transferencias fiscales permiten compensar a las regiones o países que sufren un shock negativo, amortiguando su impacto sin necesidad de recurrir a la política monetaria.

De este análisis conjunto se desprende la conclusión central de la teoría: el área monetaria óptima es aquella en la que existen mecanismos de ajuste suficientes, movilidad laboral, integración comercial, diversificación productiva o transferencias fiscales, que permitan absorber los shocks asimétricos sin necesidad de recurrir al tipo de cambio o a una política monetaria diferenciada. Cuando estos mecanismos son insuficientes, la unión monetaria puede generar costes de ajuste significativos que la política monetaria única no puede resolver por sí sola.

Aplicada a la zona euro, esta teoría revela una limitación estructural clara: los países miembros presentan distintos niveles de desarrollo, estructuras productivas heterogéneas y una movilidad laboral limitada entre fronteras, mientras que la integración fiscal entre Estados sigue siendo incompleta. En este contexto, los shocks asimétricos generan desequilibrios que el BCE debe gestionar con un único instrumento monetario, lo que dificulta atender de forma óptima las necesidades de todos los países miembros y da lugar a la fragmentación financiera. El caso del Reino Unido ilustra la situación opuesta, donde existe movilidad laboral entre regiones, diversificación productiva y un sistema fiscal integrado con transferencias automáticas. Esto facilita una transmisión más homogénea de sus decisiones de política monetaria. Sin embargo, al estar fuera de una unión monetaria de mayor dimensión, el Reino Unido no cuenta con el respaldo colectivo que esta otorga frente a shocks externos, quedando más expuesto a la volatilidad cambiaria y a perturbaciones que escapan al control de su banco central (Mundell, 1961; Kenen, 1969).

La Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas proporciona así el marco teórico necesario para interpretar tanto las divergencias observadas entre los países miembros de la zona euro como la situación del Reino Unido. En el caso del BCE, permite evaluar en qué medida ha sido capaz de transmitir su política monetaria de forma efectiva en un entorno estructuralmente heterogéneo. En el caso del BoE, permite analizar por qué la homogeneidad interna de la economía británica favorece una transmisión más uniforme, pero también por qué su posición fuera de una unión monetaria de mayor dimensión la expone a vulnerabilidades que escapan al control de la política monetaria.

3. Análisis comparativo

3.1. Indicadores de referencia y metodología de análisis

El análisis comparativo se basa en la observación de 4 variables (inflación, crédito al sector privado, tasas de desempleo y el rendimiento del bono soberano a 10 años) que permiten estudiar cómo las decisiones de política monetaria se transmiten a la economía real y a los mercados financieros, y en qué medida contribuyen al cumplimiento de los objetivos macroeconómicos.

La inflación ocupa un lugar central, ya que la estabilidad de precios constituye el objetivo prioritario de ambas instituciones. El crédito al sector privado refleja cómo las condiciones de financiación se trasladan al comportamiento de hogares y empresas, siendo uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria. El mercado laboral permite evaluar el impacto indirecto de las decisiones monetarias sobre la actividad económica y el empleo, objetivo secundario de ambos bancos centrales. Por último, el rendimiento del bono soberano a 10 años permite observar la reacción de los mercados financieros ante las medidas adoptadas y evaluar la efectividad de la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación a largo plazo.

El análisis se realiza para el Reino Unido, con el objetivo de estudiar la política monetaria nacional del Banco de Inglaterra, y para la zona euro, en el caso de la política monetaria supranacional aplicada por el Banco Central Europeo. Además, para observar el impacto de una política monetaria única en economías con características distintas, se seleccionan Alemania y Grecia como casos representativos de países con estructuras económicas y situaciones macroeconómicas diferentes dentro de la zona euro. Esto permite analizar cómo una misma política monetaria se traslada a contextos económicos diversos y evaluar hasta qué punto el Banco Central Europeo ha sido capaz de responder de forma eficaz a dichas diferencias.

El análisis se organiza en cinco etapas: la estabilidad macroeconómica precrisis (2000–2007), la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana (2008–2013), la recuperación económica (2014–2018), la crisis del COVID-19 (2019–2022) y el periodo marcado por la guerra de Ucrania y las tensiones inflacionarias (2023–actualidad). En cada etapa se identifican las principales medidas de política monetaria adoptadas y se contrastan con la evolución de las variables seleccionadas, lo que permite evaluar comparativamente la efectividad de ambos modelos en el cumplimiento de los objetivos macroeconómicos.

3.2. Banco Central Europeo

3.2.1. Principales medidas de política monetaria

Periodo 2000 – 2007:

El período 2000-2007 representa la primera etapa de actuación del BCE desde su creación y puede dividirse en dos fases: una primera de desaceleración económica entre 2000 y 2003 (International Monetary Fund, 2002), y una segunda de recuperación y crecimiento más sólido entre 2004 y 2007 (Banco Central Europeo, 2007).

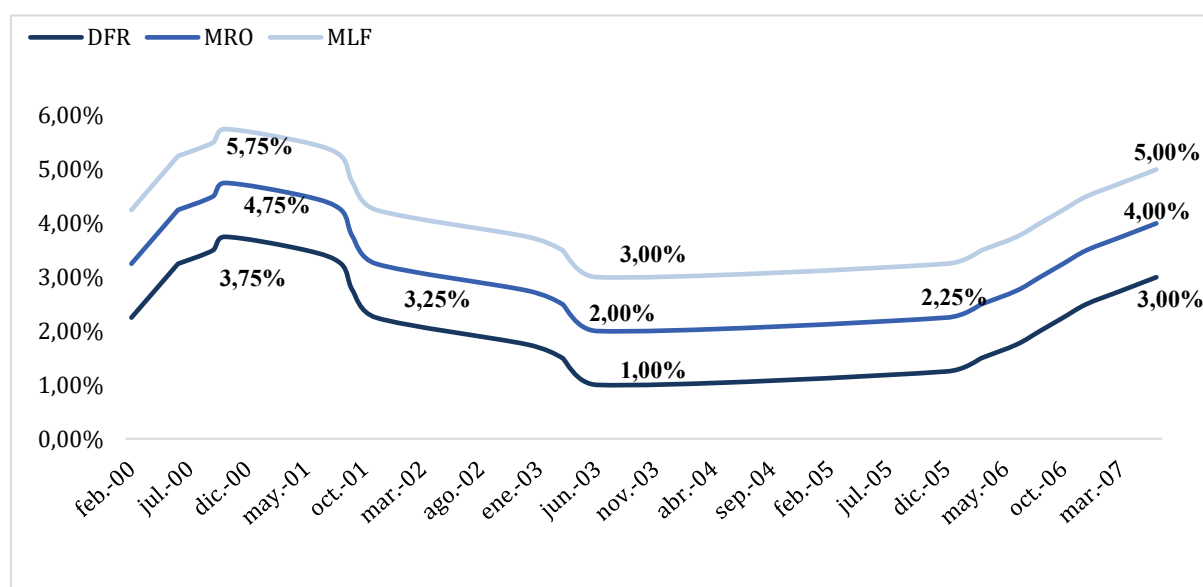
Durante la segunda mitad de los años noventa, la economía mundial experimentó una expansión impulsada por el auge de las empresas tecnológicas, la denominada burbuja dot-com, que generó un fuerte aumento de la inversión y una notable revalorización de los mercados financieros. Cuando la burbuja estalló en 2000, se produjo una corrección significativa que provocó una pérdida de confianza y una desaceleración del crecimiento a nivel global (International Monetary Fund, 2002). A comienzos de la década, la desaceleración se vio agravada por el encarecimiento del petróleo, la depreciación del euro frente al dólar y el impacto de los atentados del 11 de septiembre de 2001, que elevaron los costes de importación y generaron presiones inflacionistas. Como consecuencia, el crecimiento del PIB de la zona euro pasó del 3,90% en 2000 al 2,19% en 2001, mientras que la inflación alcanzó el 3,4% en mayo de ese año (Banco Central Europeo, 2002).

Ante este contexto, el BCE recurrió a sus instrumentos convencionales para gestionar el ciclo económico, combinando ajustes en los tipos de interés oficiales, la gestión de la liquidez a través de las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes, y el mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas.

- Medidas convencionales:

Como se observa en el Gráfico 1, que muestra la evolución de los tipos oficiales del Eurosistema entre los años 2000 y 2007, ante la aparición de presiones inflacionistas a comienzos de la década de 2000, el BCE adoptó inicialmente una orientación restrictiva, elevando los tipos de interés con el objetivo de garantizar la estabilidad de precios.

Gráfico 1: Curva de tipos de interés BCE (2000 – 2007)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

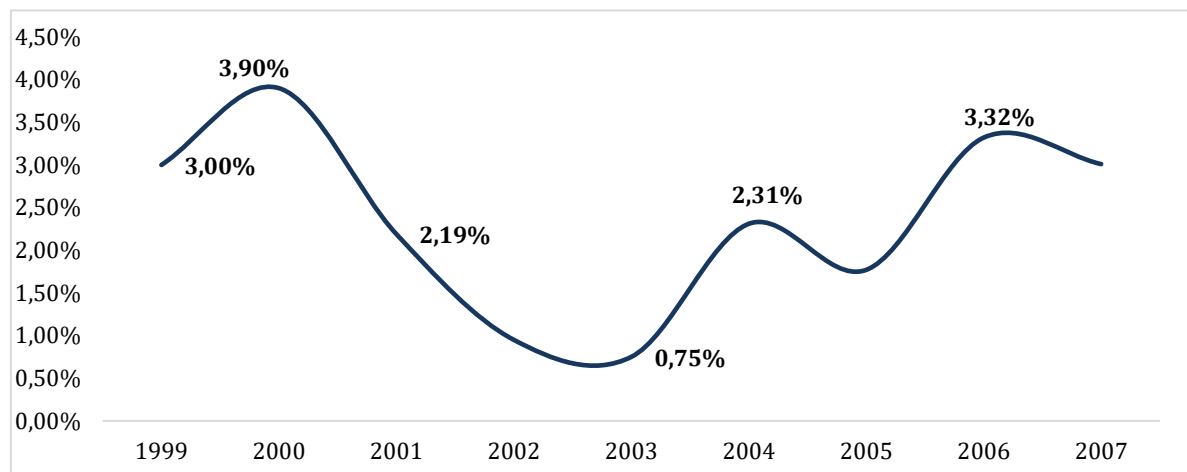
El BCE adoptó inicialmente una orientación restrictiva, elevando los tipos de interés con el objetivo de garantizar la estabilidad de precios. Como se observa en el gráfico 1, en octubre de 2000 el tipo de las operaciones principales de financiación (MRO) se situó en el 4,75%, mientras que la facilidad marginal de crédito alcanzó el 5,75% y la facilidad de depósito el 3,75%.

Sin embargo, el deterioro del contexto macroeconómico llevó al BCE a adoptar una orientación expansiva. Entre 2001 y 2003, redujo progresivamente los tipos, situando el MRO en el 2,00% en junio de 2003. Las facilidades permanentes evolucionaron de forma paralela: la MLF descendió hasta el 3,00% y la DFR hasta el 1,00%. A partir de 2004, con la actividad económica recuperándose, el BCE mantuvo los tipos estables para consolidar el crecimiento. Sin embargo, a medida que el crecimiento se fortalecía comenzaron a surgir riesgos inflacionistas (Banco Central Europeo, 2007), lo que llevó al BCE a iniciar un endurecimiento gradual desde diciembre de 2005, elevando el MRO hasta el 4,00% en 2007, la MLF hasta el 5,00% y la DFR hasta el 3,00%.

Además, tras los atentados de septiembre de 2001, el BCE realizó operaciones de inyección de liquidez y colaboró con la Reserva Federal mediante acuerdos de intercambio de divisas para garantizar el correcto funcionamiento de los mercados monetarios (Banco Central Europeo, 2002). El coeficiente de reservas obligatorias se mantuvo estable en el 2%, cumpliendo su función de generar demanda estructural de liquidez y contribuir a la estabilidad de los tipos a corto plazo.

El uso de instrumentos de política monetaria convencional contribuyó a estabilizar la evolución de la actividad económica en la zona euro durante este periodo. Para analizar esta relación, el Gráfico 2 muestra la evolución del crecimiento anual del PIB de la zona euro junto con la media anual del tipo MRO entre 1999 y 2007, utilizando la media anual para reflejar de forma más representativa el estímulo monetario al que estuvo expuesta la economía a lo largo de cada año.

Gráfico 2: Crecimiento anual PIB zona euro (%; 1999 – 2007):



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de World Bank Group.

El crecimiento del PIB de la zona euro y la orientación de la política monetaria del BCE evolucionaron de forma paralela a lo largo del periodo, reflejando una relación estrecha entre el ciclo económico y las decisiones del tipo MRO.

Como se observa en el Gráfico 2, tras un crecimiento sólido del 3,90% en 2000, la actividad económica experimentó una fuerte desaceleración, con el PIB cayendo hasta el 0,95% en 2002 y el 0,75% en 2003. En respuesta, el BCE adoptó una orientación expansiva reduciendo los tipos hasta el 2,00%, cuyos efectos comenzaron a materializarse con cierto desfase, con el PIB recuperándose progresivamente a partir de 2004. A medida que el crecimiento se consolidaba, el banco central inició un endurecimiento gradual desde 2005 ante la reaparición de presiones inflacionistas, con el PIB alcanzando el 3,32% en 2006 y el 3,01% en 2007.

En conjunto, el período ilustra cómo el BCE ajustó su política monetaria en función del ciclo económico y lo transmitió de manera efectiva a la economía, sin necesidad de recurrir a medidas no convencionales en un entorno de normalidad financiera previo a la crisis de 2008.

Periodo 2008 – 2013:

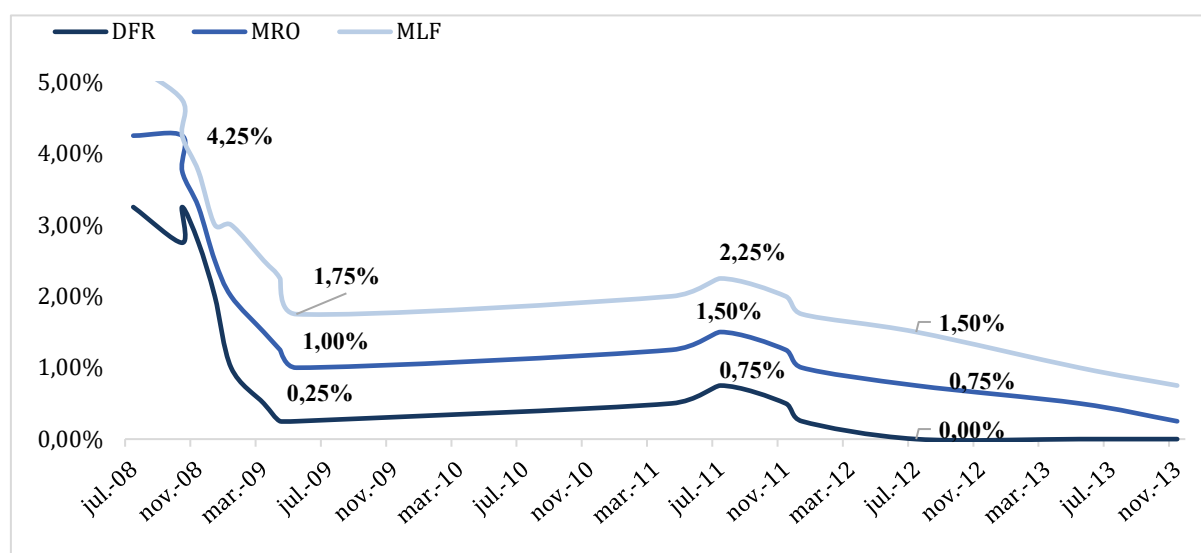
Durante el período 2008-2013 tuvo lugar una recesión económica internacional que afectó de manera significativa a la zona euro. Este periodo puede dividirse en dos etapas: la crisis financiera global (2008-2009), originada en Estados Unidos tras el colapso del mercado hipotecario subprime y la quiebra de Lehman Brothers, y la crisis de deuda soberana dentro de la zona euro, a partir de 2010.

La crisis financiera se originó en Estados Unidos tras años de expansión excesiva del crédito hipotecario de alto riesgo. Cuando los precios de la vivienda comenzaron a caer y aumentaron los impagos, numerosas entidades registraron pérdidas significativas. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 marcó el punto de inflexión, generando una pérdida generalizada de confianza y una contracción del crédito a nivel mundial (Federal Reserve History, s. f.). Debido a la elevada interconexión financiera, la crisis se propagó rápidamente a Europa, debilitando el sistema bancario y la actividad económica. En la zona euro, tras una aparente resistencia inicial, el PIB real cayó un 4,48% en 2009, confirmando la entrada en una recesión profunda (Banco Central Europeo, 2010).

Ante este escenario, la política monetaria del BCE durante este periodo empleó medidas convencionales y extraordinarias, como se observa en los Gráficos 3 y 4. En una primera fase, el BCE recurrió a los tipos de interés oficiales como principal instrumento. Sin embargo, el bloqueo de los mercados, la desconfianza entre entidades y el aumento de las primas de riesgo soberanas generaron una fuerte fragmentación financiera que impidió que estas medidas fueran suficientes para reactivar la economía, lo que obligó al BCE a desplegar una segunda línea de actuación basada en medidas no convencionales (Banco Central Europeo, 2009).

- Medidas convencionales:

Gráfico 3: Curva de tipos de interés BCE (2008 – 2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Como se observa en el Gráfico 3, los tres tipos oficiales del BCE descendieron de forma acelerada y paralela entre finales de 2008 y mediados de 2009. El tipo MRO pasó del 4,25% en julio de 2008 al 1,00% en mayo de 2009, la facilidad marginal de crédito (MLF) descendió hasta el 1,75% y la facilidad de depósito (DFR) hasta el 0,25%, configurando un entorno monetario altamente expansivo (Banco Central Europeo, 2010). Los tres tipos se mantuvieron estables en estos niveles hasta 2011.

En 2011, ante presiones inflacionistas asociadas al encarecimiento del petróleo, el BCE llevó a cabo una subida puntual de tipos, elevando el MRO hasta el 1,50%, la MLF hasta el 2,25% y la DFR hasta el 0,75%. Sin embargo, el agravamiento de la crisis soberana obligó a revertir rápidamente esta decisión, iniciándose una nueva senda bajista que llevó en julio de 2012 el MRO al 0,75%, la MLF al 1,50% y la DFR al 0,00%, niveles que se mantuvieron hasta finales de 2013.

En conjunto, la curva refleja una política predominantemente expansiva a lo largo del periodo, con una única interrupción en 2011. Sin embargo, los instrumentos convencionales resultaron insuficientes, en 2009 la zona euro experimentaba una profunda recesión económica, reflejada en una contracción del 4,00% del PIB real y una inflación media interanual del 0,3% (Banco Central Europeo, 2010). En consecuencia, el BCE puso en marcha un plan de medidas no convencionales.

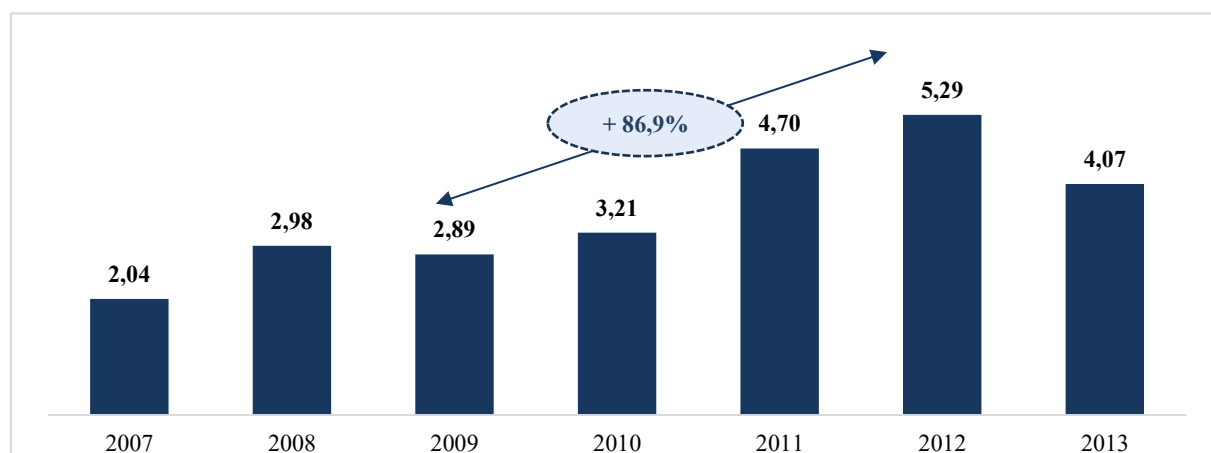
- Medidas no convencionales:

Ante la insuficiencia de los recortes de tipos, el BCE inició una segunda línea de actuación basada en medidas no convencionales. El primer conjunto de medidas, adoptado en 2008, se articuló a través del enhanced credit support (Banco Central Europeo, 2009), mediante el cual el BCE amplió la provisión de liquidez a través de operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO), adoptó el sistema de adjudicación plena a tipo fijo y amplió el conjunto de activos aceptados como colateral. Asimismo, en 2009 lanzó el programa de compra de bonos garantizados (Covered Bond Purchase Programme), con el objetivo de sostener la financiación bancaria y evitar una contracción del crédito.

A partir de 2010, el BCE intensificó sus actuaciones. En mayo de ese año introdujo el Securities Markets Programme (SMP), que permitía la compra de deuda pública en mercados secundarios para reducir tensiones y garantizar una transmisión más homogénea de la política monetaria. La deuda pública agregada de la zona euro había pasado del 65% del PIB en 2008 al 78% en 2010, con incrementos especialmente significativos en Grecia, Irlanda, Portugal y España (Hartmann & Smets, 2018). En 2011, el BCE reforzó el apoyo al sistema bancario mediante dos VLTRO a 3 años, lanzados entre diciembre de 2011 y febrero de 2012, que proporcionaron más de 1 billón de euros en liquidez. Finalmente, en 2012 se anunció el programa Outright Monetary Transactions (OMT), que permitía al BCE comprar deuda soberana de forma ilimitada en mercados secundarios bajo ciertas condiciones. Aunque nunca llegó a activarse, su mero anuncio fue suficiente para estabilizar los mercados y reducir de forma drástica las primas de riesgo soberanas de las economías periféricas, sobre todo en Grecia (Hartmann & Smets, 2018).

En consecuencia, el balance del BCE experimentó una expansión significativa a lo largo del periodo, reflejando el alcance y la magnitud de las medidas adoptadas, como se observa en el Gráfico 4, que muestra la evolución del total de activos del Eurosistema entre 2008 y 2013,

Gráfico 4: Balance BCE – Total Activos del Eurosistema a diciembre (Bn€):



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Como se observa en el gráfico 4, el balance del BCE pasó de 2,04 billones de euros en 2007 a 2,98 billones en 2008, recogiendo las primeras medidas de apoyo al sistema financiero. Tras una ligera reducción hasta 2,89 billones en 2009, el balance continuó expandiéndose hasta los 3,21 billones en 2010, los 4,70 billones en 2011 y el máximo del periodo en 2012 con 5,29 billones, lo que representa un incremento del 86,9% respecto a 2009, coincidiendo con el agravamiento de la crisis soberana y el despliegue de las medidas más ambiciosas. A partir de 2013, el balance comenzó a reducirse hasta los 4,07 billones, reflejando el reembolso anticipado de las operaciones de liquidez a medida que las tensiones financieras se moderaban.

En términos macroeconómicos, los efectos de las medidas adoptadas no fueron inmediatos. La economía de la zona euro continuó debilitada tras el estallido de la crisis soberana. En 2012, el PIB real se contrajo un 0,5%. En 2013 la actividad siguió siendo débil y el PIB volvió a caer un 0,4%, aunque en la segunda mitad del año comenzaron a registrarse tasas trimestrales positivas (Banco Central Europeo, 2013). La recuperación, por tanto, fue lenta y progresiva.

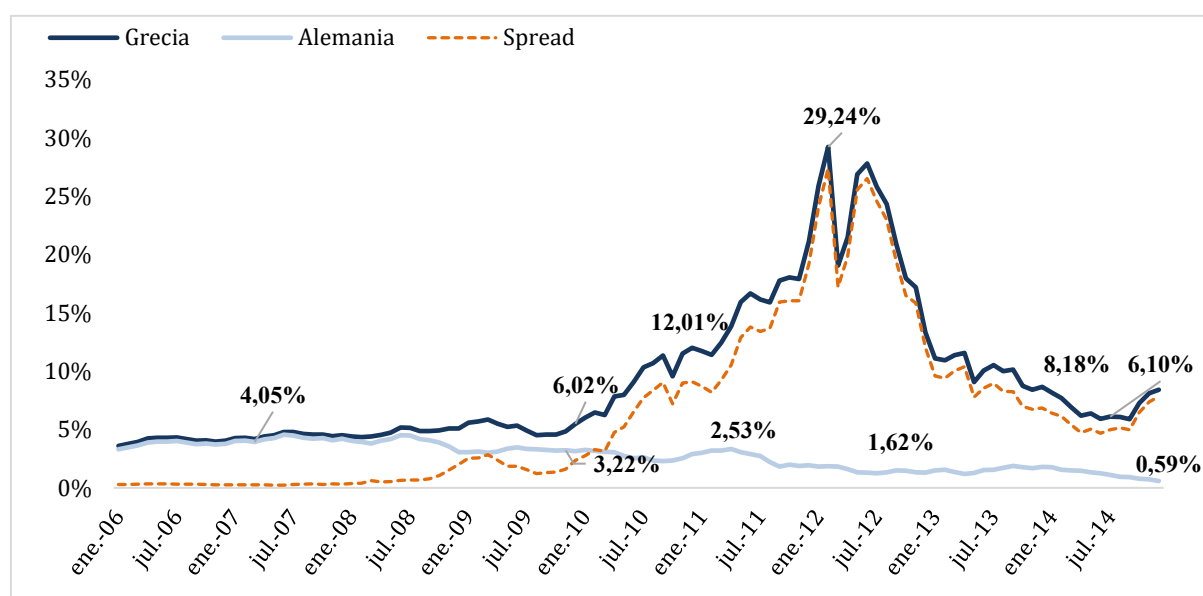
- Crisis de deuda soberana y fragmentación financiera:

La recesión redujo los ingresos públicos y el aumento del gasto derivado de los estabilizadores automáticos, las políticas expansivas y el apoyo al sector bancario, incrementó los déficits. El detonante de la crisis soberana se produjo a finales de 2009, cuando se revelaron graves desequilibrios en las cuentas públicas de Grecia. En abril de 2010, el país perdió el acceso a los mercados de financiación dada la elevada prima de riesgo del país, lo que obligó a articular un

programa de asistencia internacional y marcó el inicio de la crisis de deuda soberana en la zona euro (Hartmann & Smets, 2018).

Para analizar la magnitud de esta fragmentación, el Gráfico 5 muestra la evolución del rendimiento del bono soberano a 10 años de Grecia y Alemania, así como el spread entre ambos, entre enero de 2006 y julio de 2014.

Gráfico 5: Rendimiento del bono a 10 años y prima de riesgo: Grecia frente a Alemania (2008–2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Como se observa, hasta 2007 los rendimientos de ambos países se mantenían en niveles similares, en torno al 4,05%, con un spread prácticamente inexistente, reflejando la confianza de los mercados en la estabilidad de la zona euro durante los años previos a la crisis.

A partir de finales de 2008 comenzó a apreciarse una primera divergencia. El rendimiento griego inició una senda alcista, situándose en el 6,02% en enero de 2010, mientras que el bono alemán descendía hasta el 3,22%, elevando el spread hasta los 276 puntos básicos. Esta divergencia se intensificó de forma pronunciada a lo largo de 2010, cuando el rendimiento griego escaló hasta el 12,01% en diciembre, mientras que el bono alemán continuaba descendiendo hasta el 2,53%. El punto álgido de la crisis se alcanzó en febrero de 2012, cuando el rendimiento griego llegó al 29,24%, frente al 1,62% del bono alemán. A partir de ese momento, coincidiendo con el anuncio del OMT en verano de 2012, los rendimientos griegos comenzaron a moderarse progresivamente, cerrando 2013 en torno al 8,18% y reduciéndose hasta el 6,10% en julio de 2014. El bono alemán,

por su parte, continuó descendiendo hasta mínimos del 0,59%, consolidando su papel de activo refugio.

Esta divergencia pone de manifiesto la fragmentación financiera existente durante la crisis soberana: una misma política monetaria generaba efectos radicalmente distintos en función del país miembro. Además, la crisis evidenció un círculo vicioso entre bancos y Estados, el denominado vínculo soberano-bancario, ya que las entidades financieras mantenían importantes carteras de deuda pública nacional, de modo que el deterioro de la solvencia soberana afectaba directamente a sus balances, intensificando la desconfianza y debilitando aún más el mecanismo de transmisión de la política monetaria (Malo de Molina, 2013).

Este periodo resulta, por tanto, de especial relevancia para el presente análisis, ya que permite evaluar hasta qué punto la política monetaria única pudo ser eficaz en un contexto de elevada heterogeneidad económica y financiera en la zona euro.

Periodo 2014 – 2018:

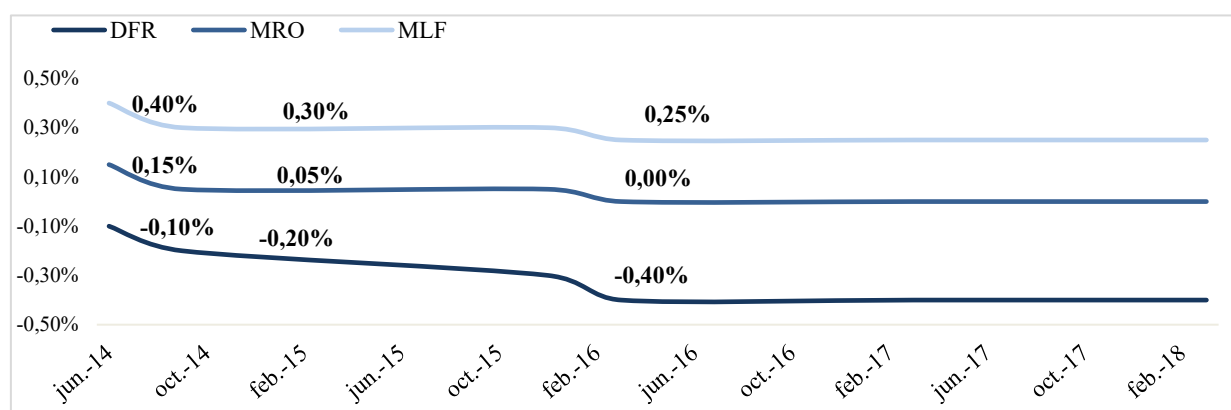
Entre 2014 y 2018, la zona euro pasó de una recuperación débil y desigual hacia una fase de expansión más sólida. Sin embargo, durante buena parte del periodo persistió el riesgo de deflación, con la inflación situándose claramente por debajo del objetivo del 2%. En 2014, el crecimiento fue moderado (1,46%) y la inflación descendió hasta el 0,4%, impulsada principalmente por la caída del precio del petróleo. Persistía además la fragmentación financiera, con condiciones de financiación más restrictivas en las economías más vulnerables (Banco Central Europeo, 2015).

Desde la perspectiva monetaria, este periodo se caracterizó por una combinación de instrumentos convencionales y, principalmente, no convencionales.

- Medidas convencionales:

En cuanto a los instrumentos convencionales, el BCE continuó reduciendo los tipos de interés oficiales hasta situarlos en mínimos históricos, como se refleja en el Gráfico 6 que muestra la evolución de los tipos de interés oficiales del BCE entre 2014 – 2018.

Gráfico 6: Curva de tipos de interés BCE (2014 – 2018)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Ante la debilidad económica y el riesgo de una inflación persistentemente baja, el BCE intensificó su orientación expansiva mediante nuevas reducciones de los tipos oficiales. Como se observa en el Gráfico 6, los tres tipos oficiales iniciaron una senda descendente sostenida a lo largo del periodo, alcanzando mínimos históricos.

En junio de 2014, el MRO se situó en el 0,15%, la MLF en el 0,40% y la DFR entró por primera vez en terreno negativo con el -0,10%. En septiembre de ese mismo año, el BCE realizó un segundo recorte, reduciendo el MRO al 0,05% y la MLF al 0,30%, con la DFR en el -0,20%. Posteriormente, en marzo de 2016, el BCE reforzó su postura expansiva situando el MRO en el 0,00%, la MLF en el 0,25% y la DFR en el -0,40%, niveles que se mantuvieron sin variación durante el resto del periodo. Esta persistencia de tipos en mínimos históricos, con la DFR en terreno negativo durante más de cuatro años consecutivos, reflejó la determinación del BCE de combatir el riesgo de deflación y preservar unas condiciones financieras acomodaticias.

Además, el BCE mantuvo operativas las operaciones regulares de mercado abierto, las facilidades permanentes y el sistema de reservas mínimas, cuyo coeficiente se situaba en el 1% desde 2012.

- Medidas no convencionales:

Ante el limitado margen de los instrumentos convencionales, el BCE desplegó un conjunto amplio de medidas no convencionales para mejorar la transmisión de la política monetaria, estimular el crédito bancario y favorecer la recuperación de la demanda agregada.

En 2014 introdujo las Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO), mediante las cuales ofrecía financiación a bajo coste a las entidades bancarias condicionada a la concesión de

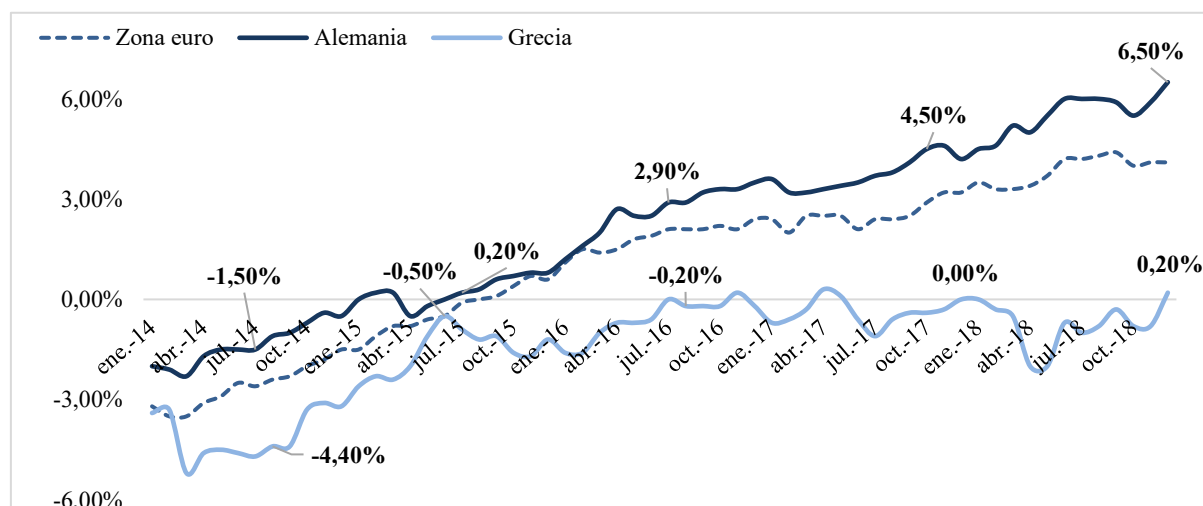
crédito a empresas y hogares. De forma complementaria, puso en marcha programas de compra de titulizaciones y bonos garantizados para abaratar la financiación bancaria (Banco Central Europeo, 2015). A pesar de estas medidas, la inflación alcanzó una tasa media del 0,1% en 2015, muy por debajo del objetivo, lo que llevó al BCE a lanzar en enero de 2015 el Programa Ampliado de Compras de Activos (APP), que incluía adquisiciones a gran escala de deuda pública, titulizaciones y bonos garantizados, con la finalidad de reducir los tipos de interés a largo plazo y estimular la inversión y el consumo.

En marzo de 2016, el BCE amplió el volumen mensual de compras del APP e incorporó la adquisición de bonos corporativos mediante el Corporate Sector Purchase Programme (CSPP). Asimismo, puso en marcha una segunda serie de operaciones TLTRO-II con condiciones aún más favorables (Banco Central Europeo, 2016). Estas medidas contribuyeron a una mejora progresiva de la actividad: en 2017 la zona euro registró un crecimiento del 2,62%. No obstante, la inflación se mantuvo contenida, lo que llevó al BCE a mantener una orientación expansiva y a reforzar su forward guidance, indicando que los tipos permanecerían en niveles bajos durante un periodo prolongado.

En este contexto, el BCE comenzó a reducir gradualmente el volumen de compras de activos y anunció la finalización de las compras netas del APP. No obstante, mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales y reforzó su forward guidance, indicando que permanecerían en niveles bajos durante un periodo prolongado para preservar unas condiciones financieras favorables y dirigir la inflación hacia su objetivo (Banco Central Europeo, 2019).

A través de estas medidas, el BCE buscaba incentivar el flujo de crédito hacia empresas y hogares como principal canal de transmisión del estímulo monetario a la economía real. Su impacto sobre el crédito al sector privado en la zona euro, Alemania y Grecia se recoge en el Gráfico 7, que muestra la evolución de su tasa de crecimiento entre 2014 y 2018, y permite evaluar en qué medida estas actuaciones lograron traducirse en una mejora de las condiciones de financiación.

Gráfico 7: Crecimiento del crédito al sector privado en la zona euro, Alemania y Grecia (2014 – 2018)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Como se observa en el Gráfico 7, al inicio del periodo tanto Alemania como Grecia registraban tasas de crecimiento del crédito negativas. En enero de 2014, el crédito al sector privado caía un 1,50% en Alemania y un 4,40% en Grecia en su punto más bajo, reflejando las secuelas de la crisis financiera y soberana sobre el sistema bancario de la zona euro.

A partir de 2015, coincidiendo con el lanzamiento del APP y las TLTRO, la evolución comenzó a divergir. En Alemania, el crédito pasó a terreno positivo a comienzos de 2015 e inició una senda de crecimiento sostenido, alcanzando el 2,90% en 2016, el 4,50% en 2017 y el 6,50% en diciembre de 2018. La zona euro siguió una tendencia similar, aunque menos pronunciada, situándose en torno al 3,00%–3,50% al cierre del periodo. En Grecia, sin embargo, el crédito se mantuvo en tasas negativas durante prácticamente todo el periodo, logrando situarse apenas en el 0,20% en diciembre de 2018, sin consolidar una tendencia de recuperación sostenida.

Esta evolución pone de manifiesto que, aunque las medidas no convencionales del BCE contribuyeron a reactivar el crédito en el conjunto de la zona euro, su impacto no fue homogéneo entre los Estados miembros: mientras Alemania registró un crecimiento sostenido, en Grecia la recuperación fue mucho más lenta, evidenciando la persistencia de la fragmentación financiera dentro de la unión monetaria y las limitaciones estructurales de una política monetaria única ante economías con realidades tan distintas.

En conjunto, el periodo 2014–2018 muestra cómo el BCE amplió significativamente su marco de actuación mediante el uso de medidas no convencionales para hacer frente al riesgo de una inflación persistentemente baja y reforzar la transmisión de la política monetaria.

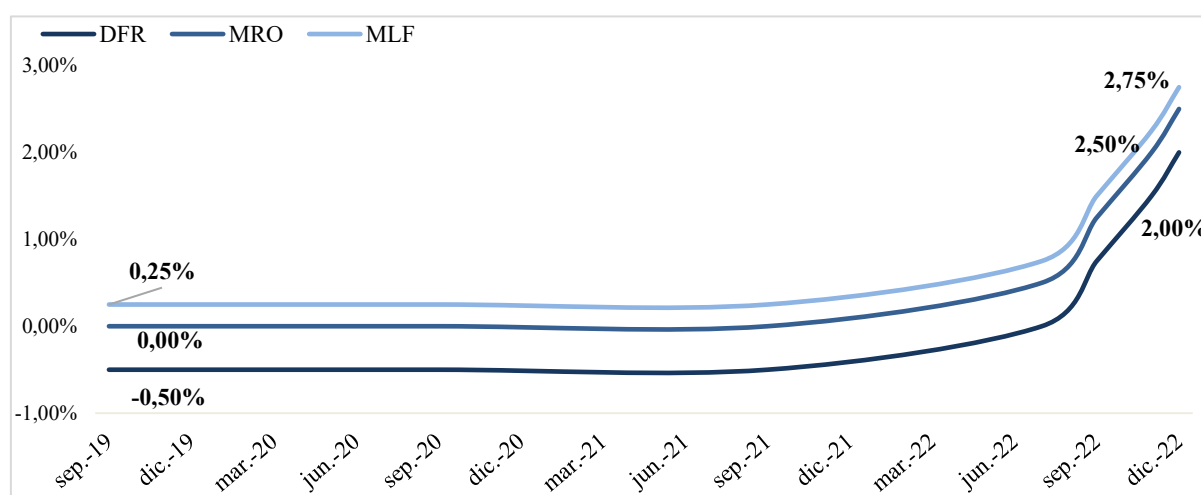
Periodo 2019 – 2022:

El periodo 2019–2022 puede dividirse en tres fases. En primer lugar, una etapa previa a la pandemia con desaceleración económica e inflación persistentemente baja. Posteriormente, en 2020, la crisis del COVID-19 generó una fuerte contracción de la actividad. Finalmente, a partir de 2021, la recuperación vino acompañada de un intenso repunte inflacionario impulsado por la recuperación de la demanda, las disrupciones en las cadenas de suministro y el encarecimiento de la energía. En este contexto, la política monetaria del BCE pasó de una orientación expansiva basada principalmente en medidas no convencionales a un proceso de normalización mediante subidas de tipos.

- Medidas convencionales:

En cuanto a las medidas convencionales, el BCE recurrió a los tipos de interés principalmente al final del periodo, ante el fuerte repunte de la inflación, como se muestra en el Gráfico 8, que recoge la evolución de los tres tipos oficiales del BCE entre 2019 y 2022.

Gráfico 8: Curva de tipos de interés BCE (2019 – 2022)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Como se observa en el Gráfico 8, durante los primeros años del periodo los tres tipos oficiales se mantuvieron estables en los niveles mínimos heredados del periodo anterior: la facilidad de

depósito (DFR) en el -0,50%, el tipo MRO en el 0,00% y la facilidad marginal de crédito (MLF) en el 0,25%, niveles que permanecieron sin variación desde septiembre de 2019 hasta mediados de 2022. Durante 2020 y 2021, en pleno contexto de la crisis provocada por la pandemia de COVID-19, los tipos se mantuvieron sin cambios, dado que ya se encontraban en niveles muy reducidos, por lo que el BCE centró su actuación principalmente en instrumentos no convencionales destinados a proporcionar liquidez al sistema financiero y estabilizar los mercados (Banco Central Europeo, 2021).

La situación cambió de forma significativa en 2022, cuando el fuerte aumento de la inflación llevó al BCE a iniciar un proceso de normalización de la política monetaria. Como se observa en el gráfico, en julio de 2022 se produjo la primera subida de tipos en más de una década, poniendo fin al periodo de tipos negativos. Este giro respondió a la rápida aceleración de la inflación en la zona euro, que pasó del 2,6% en 2021 al 8,4% en 2022, impulsada principalmente por el encarecimiento de la energía, los cuellos de botella en las cadenas de suministro y el impacto de la guerra en Ucrania (Banco Central Europeo, 2023).

A lo largo de 2022, el BCE continuó elevando los tipos de interés oficiales hasta situar el MRO, la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito en el 2,50%, 2,00% y 2,75%, respectivamente.

- Medidas no convencionales:

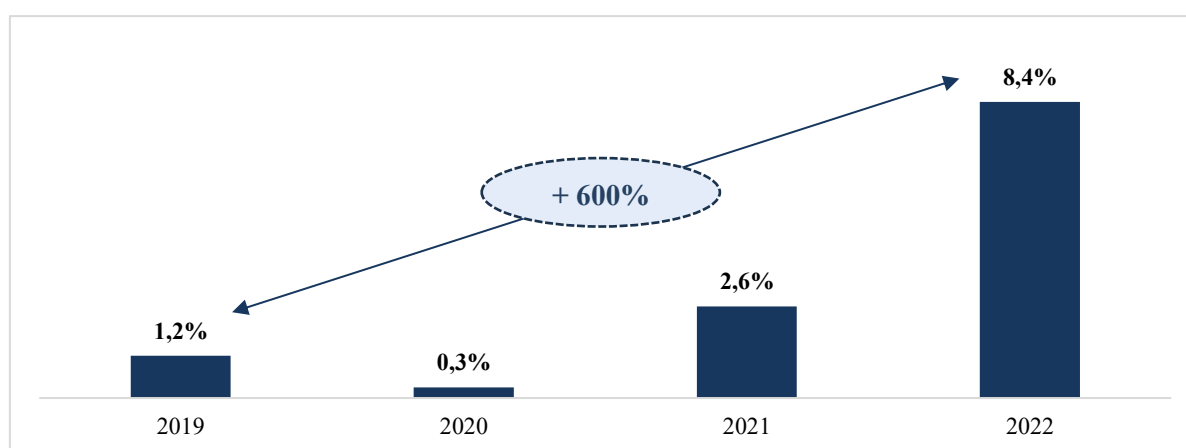
La pandemia generó una fuerte perturbación económica en la zona euro: las medidas de confinamiento y el aumento de la incertidumbre provocaron una caída abrupta del consumo y la producción, con el PIB contrayéndose un 6,06% en 2020 y la inflación descendiendo hasta el 0,3% (Banco Central Europeo, 2021).

Ante este escenario, en marzo de 2020 el BCE puso en marcha el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP), que permitía realizar compras de activos con mayor flexibilidad en el tiempo, entre distintos tipos de activos y entre países, con el objetivo de estabilizar los mercados financieros y evitar una nueva fragmentación financiera. Además, el BCE reforzó el APP, flexibilizó los requisitos de garantías y mejoró las condiciones de las TLTRO III para incentivar el crédito (Banco Central Europeo, 2021).

En 2021, la economía de la zona euro experimentó una fuerte recuperación, con un crecimiento del PIB del 5,3%. Sin embargo, esta recuperación vino acompañada de un aumento significativo de la inflación, que alcanzó una media anual del 2,6% (Banco Central Europeo, 2021).

El verdadero punto de inflexión se produjo en 2022, cuando la reapertura económica tras la pandemia, los persistentes cuellos de botella en las cadenas de suministro y, especialmente, el impacto de la guerra en Ucrania y la crisis energética provocaron un fuerte aumento de los precios, convirtiendo la inflación en el principal desafío macroeconómico del periodo, como se observa en el Gráfico 9 que muestra la evolución de la inflación a lo largo entre 2019-2022.

Gráfico 9: Inflación en la zona euro (2019 – 2022)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Como se observa en el Gráfico 9, la inflación experimentó una evolución muy significativa a lo largo del periodo. Tras situarse en el 1,2% en 2019, descendió hasta el 0,3% en 2020 como consecuencia de la fuerte caída de la demanda durante la pandemia. A partir de 2021 inició una senda alcista, alcanzando el 2,6%, y se disparó hasta el 8,4% en 2022, lo que supone un incremento de 7,2 puntos porcentuales y un aumento del 600% respecto a 2019 (Banco Central Europeo, 2023).

Ante este nuevo escenario inflacionario, el BCE comenzó a retirar progresivamente las medidas extraordinarias adoptadas durante la pandemia. En marzo de 2022 finalizaron las compras netas bajo el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP) y posteriormente se inició la reducción de las compras de activos bajo el Programa de Compras de Activos (APP). Asimismo, el BCE anunció el Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI), con el

objetivo de garantizar que la política monetaria se transmitiera de forma homogénea entre los distintos Estados miembros (Banco Central Europeo, 2023).

Estas medidas marcaron el inicio de un proceso de normalización de la política monetaria, tras varios años de estímulos extraordinarios.

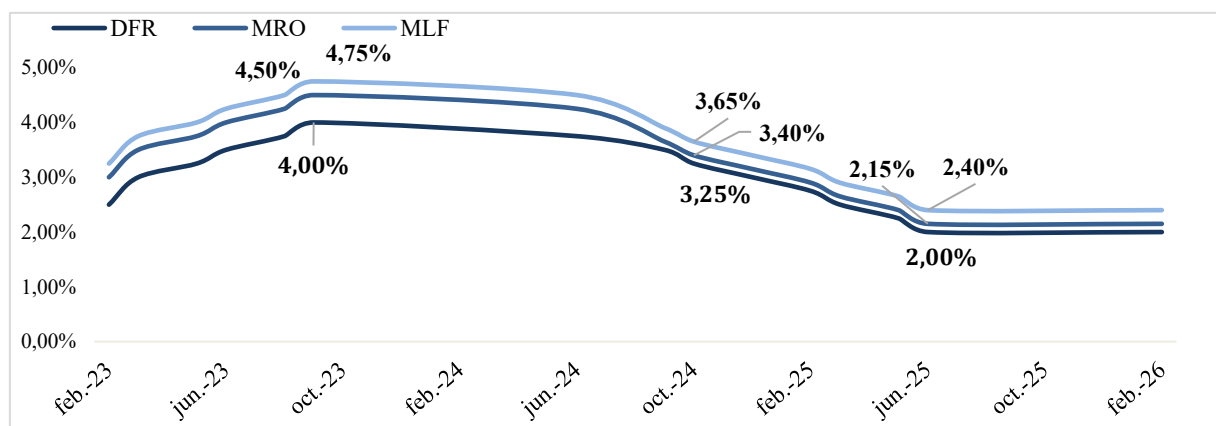
Periodo 2023 – actualidad:

El periodo 2023-actualidad se caracteriza por el final del ciclo de endurecimiento monetario iniciado en 2022 y el inicio de una fase de normalización gradual de la política monetaria del BCE. Tras el fuerte repunte inflacionario registrado tras la pandemia y la crisis energética, el BCE mantuvo una orientación claramente restrictiva con el objetivo de reconducir la inflación hacia su objetivo del 2% a medio plazo (Banco Central Europeo, 2024). Al mismo tiempo, avanzó en la normalización de las medidas no convencionales adoptadas durante los años anteriores, mediante la reducción progresiva de su balance y la retirada gradual de los programas extraordinarios de compra de activos (Banco Central Europeo, 2025).

- Medidas convencionales:

En cuanto a las medidas convencionales, el BCE recurrió a los tipos de interés como principal instrumento monetario, como se muestra en el Gráfico 10, que recoge la evolución de los tres tipos oficiales del BCE entre 2023 y 2026.

Gráfico 10: Curva de tipos de interés BCE (2023 – 2026)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Como se observa en el Gráfico 10, los tres tipos oficiales del BCE siguieron una trayectoria claramente diferenciada en dos fases a lo largo del periodo. En una primera fase, durante 2023, el BCE continuó con el proceso de endurecimiento monetario, elevando progresivamente los tipos desde inicios de año hasta alcanzar sus máximos en septiembre de 2023, con la DFR en el 4,00%, el MRO en el 4,50% y la MLF en el 4,75%, niveles que se mantuvieron sin variación durante los nueve meses siguientes. En una segunda fase, a partir de junio de 2024, el BCE inició una relajación gradual, reduciendo los tipos de forma progresiva a lo largo de 2024 y 2025, pasando por el 3,25%, 3,40% y 3,65% en octubre de 2024, hasta situar la DFR en el 2,00%, el MRO en el 2,15% y la MLF en el 2,40% en junio de 2025, niveles en los que se mantuvieron sin cambios hasta febrero de 2026.

La inflación se fue moderando progresivamente, pasando del 5,5% en 2023 hasta el 2,4% en 2024 y el 2,1% en 2025, ya próxima al objetivo del BCE. La economía de la zona euro, sin embargo, mostró una clara desaceleración, con un crecimiento del PIB del 0,47% en 2023 frente al 3,66% de 2022, reflejando el impacto del endurecimiento monetario sobre la actividad (Banco Central Europeo, 2024). En 2024, el crecimiento se recuperó moderadamente hasta el 0,91%, en un contexto de condiciones financieras progresivamente más favorables.

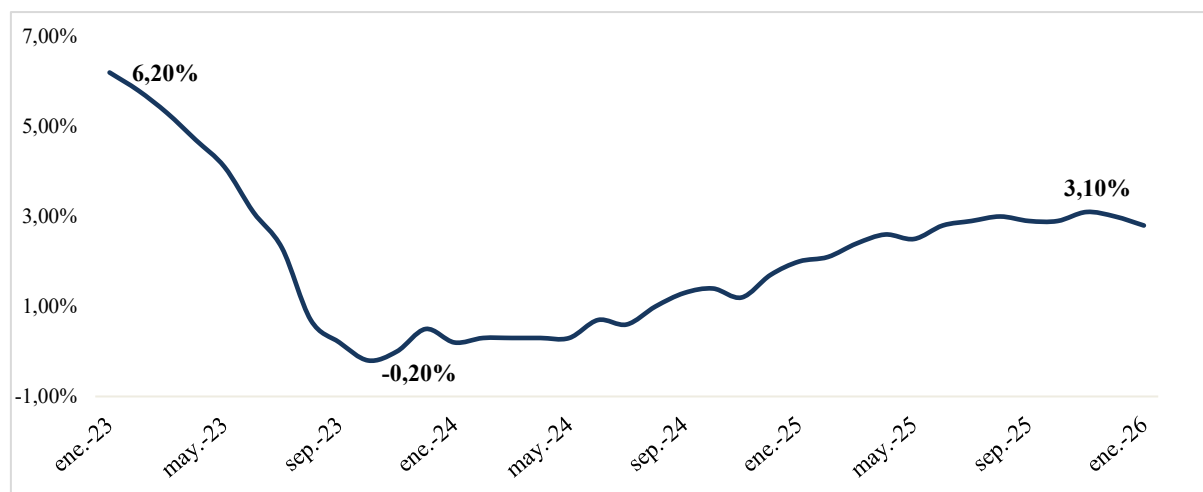
- Medidas no convencionales:

Durante este periodo, la actuación del Banco Central Europeo se centró en la normalización de las medidas extraordinarias adoptadas durante la pandemia. En particular, el BCE continuó reduciendo el tamaño de su balance mediante la retirada gradual de los programas de compra de activos.

En 2023, el Eurosistema inició una reducción significativa de su balance tras la finalización de las reinversiones del Programa de Compras de Activos (APP), proceso que continuó con la retirada progresiva de las reinversiones del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP), contribuyendo a disminuir la liquidez en el sistema financiero y a normalizar las condiciones monetarias tras varios años de estímulos extraordinarios (Banco Central Europeo, 2025). Al mismo tiempo, el BCE mantuvo disponible el Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI), con el objetivo de evitar episodios de fragmentación financiera dentro de la unión monetaria y garantizar que la política monetaria se transmitiera de forma homogénea entre los distintos Estados miembros (Banco Central Europeo, 2025).

Los efectos de esta normalización se trasladaron a la economía real a través del crédito al sector privado, uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria, cuya evolución en la zona euro entre 2023 y 2026 se recoge en el Gráfico 11.

Gráfico 11: Crecimiento del crédito al sector privado en la zona euro (2023-2026)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Como se observa en el Gráfico 11, el crédito experimentó una marcada desaceleración durante 2023, partiendo del 6,20% en enero de 2023 y descendiendo hasta el mínimo del -0,20% en octubre de ese mismo año, reflejando el endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de los tipos de interés. A partir de finales de 2023 se inició una recuperación progresiva y sostenida, que alcanzó el 3,10% en enero de 2026, impulsada por la relajación gradual de los tipos oficiales, la moderación de la inflación y la mejora de las perspectivas económicas.

En conjunto, este periodo refleja una fase de normalización en la que la retirada gradual de los estímulos extraordinarios fue compatible con una recuperación progresiva del crédito y un crecimiento económico moderado, con la inflación ya próxima al objetivo del BCE (Banco Central Europeo, 2025).

3.3. Banco de Inglaterra (BoE)

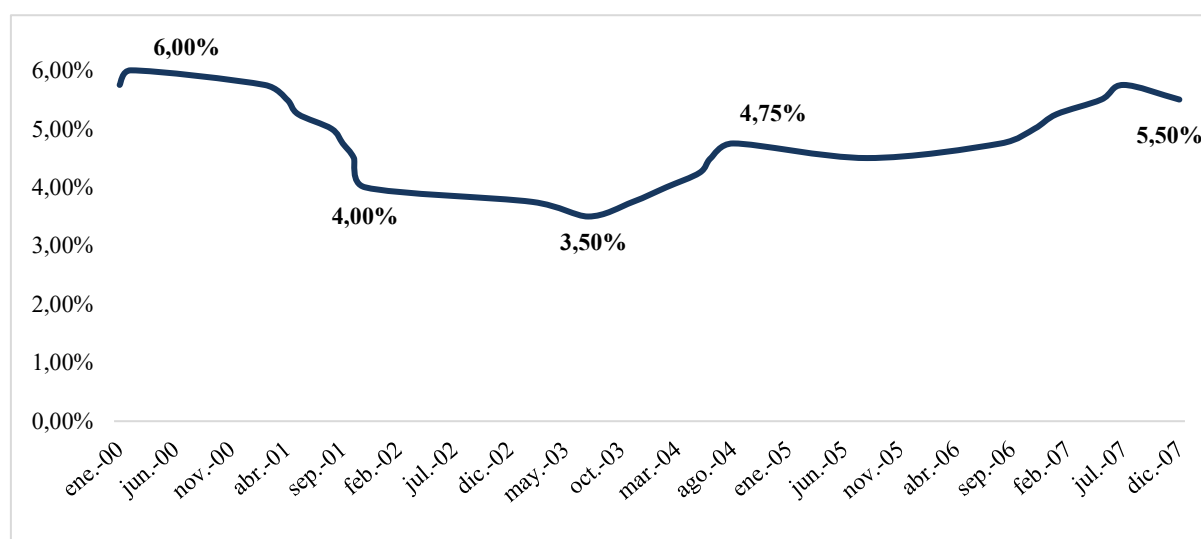
3.3.1. Principales medidas de política monetaria

Periodo 2000 – 2007:

El periodo 2000-2007 se caracterizó por un desempeño económico relativamente estable y una inflación moderada en el Reino Unido. Al igual que en la zona euro, la economía británica sufrió el impacto de riesgos externos como la desaceleración global tras el estallido de la burbuja tecnológica, los atentados del 11 de septiembre de 2001, la debilidad del euro frente a la libra esterlina y el encarecimiento de la energía. A pesar de estos factores, la economía británica mantuvo una trayectoria sólida durante la mayor parte del periodo, con un crecimiento del PIB en torno al 2,5-3,0% anual, un elevado nivel de empleo y una inflación generalmente cercana al objetivo (Bank of England, 2003; Bank of England, 2007). En este contexto, la política monetaria del Banco de Inglaterra se centró en mantener la inflación cerca del objetivo mediante instrumentos convencionales, especialmente el ajuste del tipo de interés oficial (Bank Rate), sin necesidad de recurrir a medidas no convencionales.

- Medidas convencionales:

Gráfico 12: Evolución del tipo de interés oficial (Bank Rate) en el Reino Unido (2000–2007)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bank of England.

El Gráfico 12 muestra la evolución del Bank Rate entre 2000 y 2007. Como se observa, a comienzos del periodo el tipo se situaba en torno al 6,00%, en un contexto de crecimiento sólido.

Sin embargo, el impacto de la burbuja tecnológica y la incertidumbre internacional llevaron al Banco de Inglaterra a adoptar una política expansiva, reduciendo el tipo progresivamente hasta el 3,50% en 2003, con el objetivo de sostener la actividad económica. El crecimiento del PIB del Reino Unido se redujo del 4,5% en 2000 al 1,7% en 2002 (World Bank, s. f.).

A partir de 2004, la mejora de las perspectivas económicas y el fortalecimiento de la demanda interna llevaron al Banco de Inglaterra a iniciar un nuevo ciclo alcista, elevando el tipo hasta el 4,75%. Hacia el final del periodo, surgieron presiones inflacionistas asociadas al encarecimiento de la energía: la inflación superó el objetivo del 2%, pasando del 3,0% en diciembre de 2006 al 3,1% en marzo de 2007 (Bank of England, 2007), lo que llevó al banco central a continuar subiendo los tipos hasta situar el Bank Rate en el 5,50% en diciembre de 2007.

Durante estos años, la transmisión de la política monetaria se realizó principalmente a través del ajuste del tipo de interés oficial, apoyado por operaciones de mercado abierto destinadas a gestionar la liquidez del sistema bancario. En la segunda mitad del periodo, el Banco de Inglaterra introdujo la Money Market Reform (MMR), una reforma del mercado monetario destinada a mejorar la gestión de la liquidez y reducir la volatilidad de los tipos a corto plazo (Bank of England, 2006). Esta reforma permitió a los bancos mantener reservas remuneradas en el banco central y acceder a facilidades permanentes de depósito y préstamo, contribuyendo a que los tipos del mercado se mantuvieran más alineados con el Bank Rate.

Periodo 2008 – 2013:

El periodo 2008-2013 estuvo marcado por el impacto de la crisis financiera global y la posterior crisis de deuda soberana en Europa. Como se ha señalado en el apartado anterior, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 desencadenó una perturbación significativa en los mercados financieros internacionales, generando una contracción del crédito, un aumento de la incertidumbre y una caída notable de la actividad económica. Como consecuencia, la economía británica entró en recesión, con el PIB cayendo -4,59% en 2009 (World Bank, s. f.). La reducción de la actividad estuvo acompañada por un deterioro del mercado laboral, una caída del consumo y una disminución de la inversión empresarial, mientras el sistema financiero se vio sometido a fuertes tensiones que dificultaron la transmisión del crédito (Bank of England, 2012).

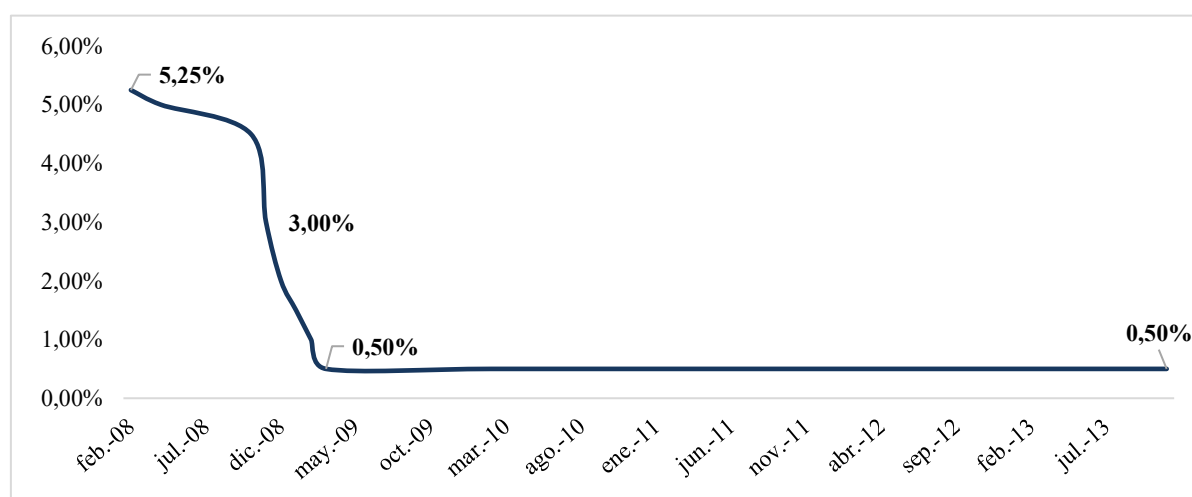
A pesar de la debilidad de la demanda, la inflación se mantuvo relativamente elevada durante parte del periodo, alcanzando el 5,2% en septiembre de 2011, impulsada por el aumento del IVA, el encarecimiento de los bienes importados y los precios de la energía. Hacia 2012-2013 comenzó

a moderarse hasta el 3,4% en febrero de 2012, en un contexto de restricciones crediticias y elevada incertidumbre asociada a la crisis soberana europea (Bank of England, 2012). Ante este escenario, el Banco de Inglaterra adoptó una orientación claramente expansiva, combinando instrumentos convencionales con medidas no convencionales cuando los tipos alcanzaron niveles cercanos a cero (Bank of England, 2013).

- Medidas convencionales:

En respuesta al deterioro del contexto económico, el Bank of England adoptó una política monetaria claramente expansiva basada, en primer lugar, en medidas convencionales mediante la reducción del tipo de interés oficial (Bank Rate), como puede verse en el Gráfico 13.

Gráfico 13: Evolución del tipo de interés oficial (Bank Rate) en el Reino Unido (2008–2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bank of England.

El Gráfico 13 muestra la evolución del Bank Rate entre 2008 y 2013. Como se observa, a comienzos de 2008 el tipo se situaba en el 5,25%. A lo largo del año, el banco central comenzó a reducirlo progresivamente: en abril bajó al 5,00%, en octubre al 4,50%, en noviembre al 3,00% y en diciembre al 2,00%. Tras el estallido de la crisis, el MPC intensificó el proceso de expansión, reduciendo el Bank Rate de forma acelerada hasta el 0,50% en marzo de 2009, con el objetivo de reducir el coste del crédito y estimular el consumo y la inversión (Bank of England, 2010).

Una vez alcanzado este mínimo, el tipo se mantuvo en el 0,50% durante todo el periodo posterior hasta 2013, reflejando la persistencia de un entorno de crecimiento débil y elevada incertidumbre (Bank of England, 2013).

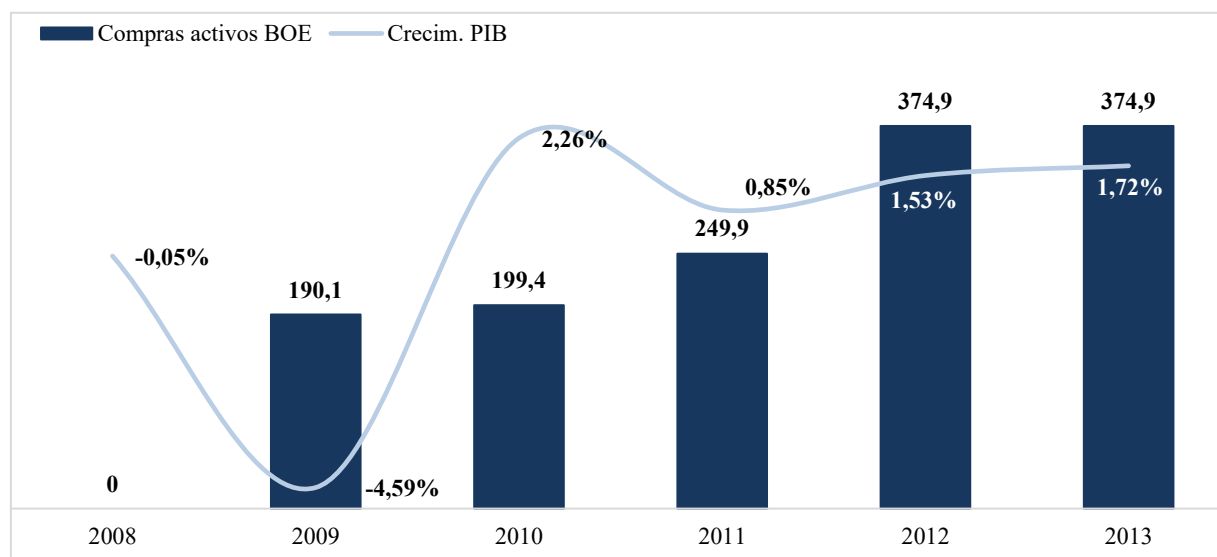
- Medidas no convencionales:

Con el Bank Rate en mínimos y el margen de actuación convencional agotado, el Bank of England introdujo en marzo de 2009 el programa de Quantitative Easing (QE) a través del Asset Purchase Facility (APF), consistente principalmente en la compra de bonos del gobierno británico (gilts). Inicialmente el programa contemplaba compras por 75.000 millones de libras, aunque fue ampliado progresivamente hasta alcanzar los 190.053 millones a finales de 2009 y los 374.974 millones en 2012 (Joyce, Tong & Woods, 2011). A través de estas compras, el Banco de Inglaterra aumentaba las reservas del sistema bancario y contribuía a reducir los tipos a largo plazo, estimulando el crédito y la actividad económica.

Además, en 2012 introdujo el Funding for Lending Scheme (FLS), un programa que ofrecía financiación a bajo coste a las entidades bancarias condicionada al volumen de préstamos concedidos a la economía real (Bank of England, 2013). Asimismo, la comunicación institucional desempeñó un papel relevante: el gobernador enviaba cartas abiertas al Chancellor of the Exchequer cuando la inflación se desviaba del objetivo, lo que contribuyó a mantener ancladas las expectativas y preservar la credibilidad del marco de política monetaria (Bank of England, 2013).

En conjunto, el periodo 2008-2013 estuvo marcado por una política monetaria fuertemente expansiva en respuesta a la crisis financiera y a la debilidad de la recuperación económica. Durante estos años, la fuerte reducción de los tipos de interés, junto con la aplicación de medidas de política monetaria no convencionales contribuyeron a apoyar y mantener la actividad económica. Como puede observarse en el Gráfico 14, que muestra la evolución del crecimiento del PIB en Reino Unido junto con el volumen de compras de activos realizadas por el Banco de Inglaterra a través del Asset Purchase Facility, el aumento de estas compras coincidió con la progresiva recuperación de la actividad económica tras la fuerte contracción registrada durante la crisis, contribuyendo a mejorar las condiciones financieras y a sostener la demanda agregada.

Gráfico 14: Crecimiento del PIB del Reino Unido y compras de activos del Banco de Inglaterra (Asset Purchase Facility) (£M; %; 2008–2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Office for National Statistics (ONS) y World Bank.

Como se observa en el Gráfico 14, las compras comenzaron en 2009, año en que la economía registró una contracción del -4,59%. En 2010, coincidiendo con la expansión del programa hasta los 199.398 millones de libras, el crecimiento volvió a terreno positivo, alcanzando el 2,26%. Durante los años posteriores, la economía continuó creciendo de forma moderada: 0,85% en 2011, 1,53% en 2012 y 1,72% en 2013, mientras las compras de activos se estabilizaban en torno a los 374.974 millones.

La coincidencia entre la expansión del QE y la estabilización progresiva de la actividad económica sugiere que estas medidas contribuyeron a mejorar las condiciones crediticias y a apoyar la recuperación gradual de la demanda agregada.

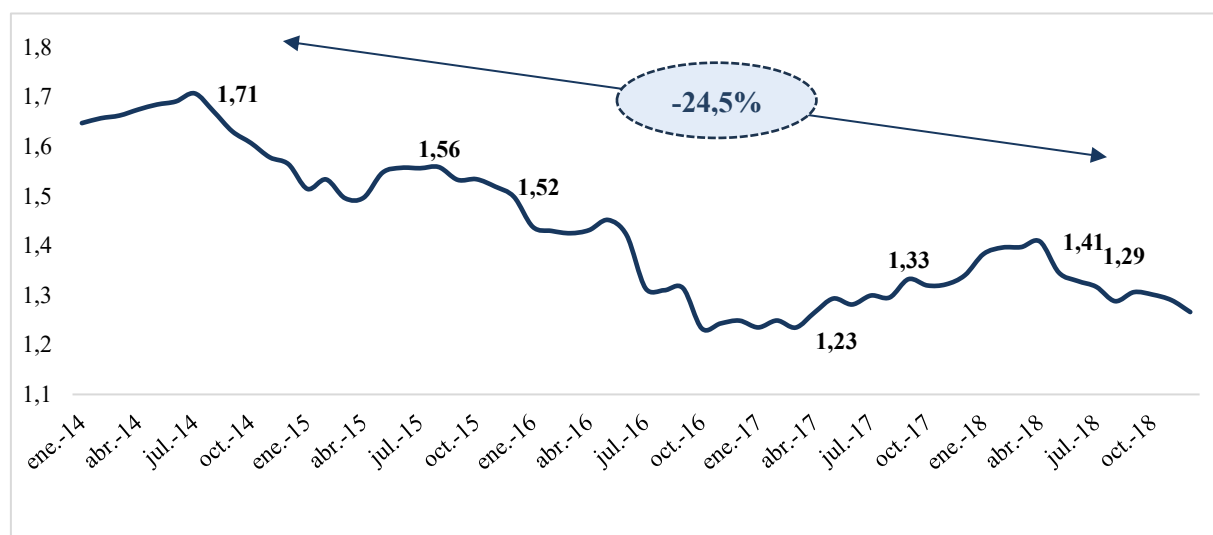
Periodo 2014 – 2018:

El periodo 2014–2018 estuvo marcado por dos fases claramente diferenciadas. Entre 2014 y 2015, la economía del Reino Unido experimentó una recuperación sólida, con tasas de crecimiento del PIB cercanas al 3%, condiciones financieras más favorables y una inflación por debajo del objetivo del 2%, impulsada principalmente por la caída de los precios de la energía y de las materias primas (Bank of England, 2015). En segundo lugar, en 2016 tuvo lugar el referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit), celebrado en junio de ese año. Este

evento generó episodios de volatilidad financiera y elevada incertidumbre económica, que se reflejaron en una fuerte depreciación de la libra esterlina (Bank of England, 2017).

Como puede observarse en el Gráfico 15, que muestra la evolución del tipo de cambio de la libra esterlina frente al dólar estadounidense entre 2014 y 2018, la moneda británica experimentó una caída significativa durante este periodo, acumulando una depreciación superior al 20%.

Gráfico 15: Evolución del tipo de cambio GBP/USD (2014-2018)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bank of England.

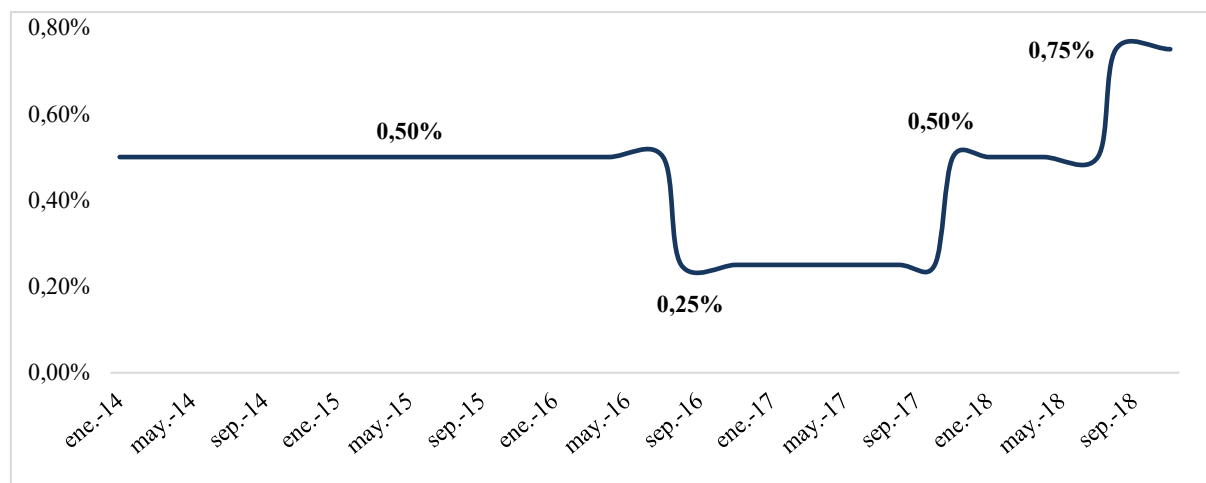
Como se observa en el gráfico, el tipo de cambio de la libra esterlina frente al dólar estadounidense (GBP/USD) muestra una tendencia descendente a lo largo del periodo analizado. En 2014 la libra se situaba en niveles cercanos a 1,71 dólares por libra. Sin embargo, durante 2015 comenzó una depreciación gradual hasta situarse en torno a 1,52 dólares. Tras el referéndum del Brexit en junio de 2016, el tipo de cambio registró una caída abrupta, descendiendo hasta 1,23 dólares en los meses posteriores. Durante 2017 se observa una ligera estabilización en torno a 1,33 dólares, mientras que en 2018 la libra mostró cierta volatilidad, manteniéndose entre 1,29 y 1,41 dólares. En conjunto, la depreciación acumulada durante el periodo fue del 24,5%, reflejando la reacción de los mercados ante la incertidumbre generada por el proceso del Brexit.

La depreciación de la libra empujó la inflación al 2,7% en diciembre de 2017, por encima del objetivo del 2% (Office for National Statistics, 2018). Ante este contexto, la política monetaria del Banco de Inglaterra combinó instrumentos convencionales con medidas no convencionales.

- Medidas convencionales:

En relación con los instrumentos convencionales, durante los primeros años del periodo el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en niveles muy reducidos, como puede observarse en el Gráfico 16, que muestra la evolución del Bank Rate entre 2014 y 2018.

Gráfico 16: Evolución del tipo de interés oficial (Bank Rate) en el Reino Unido (2014–2018)



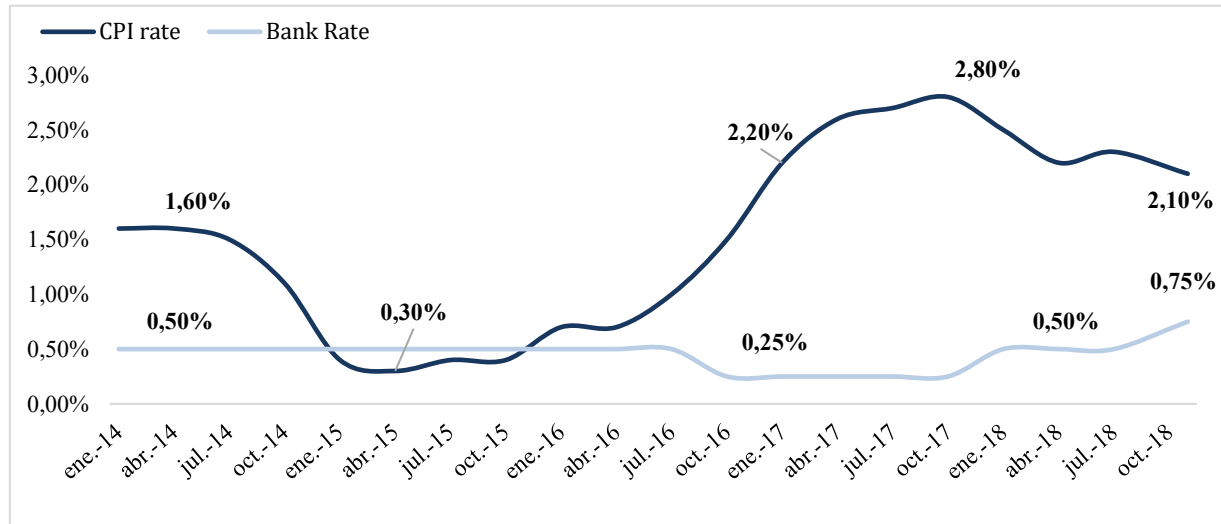
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bank of England.

Durante los primeros años del periodo, el Bank Rate se mantuvo en el 0,50%, reflejando la continuidad de una política monetaria acomodaticia destinada a sostener el crecimiento económico. En agosto de 2016, tras el referéndum del Brexit, el aumento de la incertidumbre económica llevó a reducir el tipo hasta el 0,25%, con el objetivo de apoyar la actividad económica y mitigar los efectos negativos de la incertidumbre.

Posteriormente, a medida que la inflación comenzó a situarse por encima del objetivo del 2%, impulsada por la depreciación de la libra esterlina, el Banco de Inglaterra inició un proceso gradual de normalización de la política monetaria. En noviembre de 2017, el Bank Rate volvió a elevarse hasta el 0,5%, y posteriormente en agosto de 2018 se incrementó hasta el 0,75%.

Como se observa en el Gráfico 17, que muestra la evolución de la tasa de inflación interanual medida a través del Consumer Price Index (CPI) en el Reino Unido y del Bank Rate entre 2014 y 2018, la política de tipos de interés del Banco de Inglaterra respondió a la evolución de la inflación durante el periodo.

Gráfico 17: Evolución de la tasa inflación interanual (CPI) y del Bank Rate en el Reino Unido (2014–2018)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Office for National Statistics y Bank of England.

Como se observa en el Gráfico 17, entre 2014 y 2015 la inflación experimentó una fuerte caída, pasando del 1,6% en abril de 2014 al 0,3% un año después, principalmente como consecuencia de la disminución de los precios del petróleo. En este contexto de inflación reducida, el Banco de Inglaterra mantuvo una política monetaria acomodaticia, manteniendo el Bank Rate en el 0,5% con el objetivo de apoyar la recuperación económica.

Posteriormente, tras el referéndum del Brexit en 2016, el banco central redujo el tipo de interés oficial hasta el 0,25%, con el fin de mitigar el impacto de la incertidumbre económica sobre la actividad y los mercados financieros. Sin embargo, a partir de 2016 la inflación aumentó de forma significativa, alcanzando niveles por encima del objetivo. En octubre de 2017, la inflación subió al 2,8% impulsada en gran medida por la depreciación de la libra esterlina tras el referéndum. En consecuencia, el Banco de Inglaterra inició un proceso gradual de subida de tipos, elevando el Bank Rate nuevamente hasta el 0,5% en 2017 y posteriormente hasta el 0,75% en 2018 para controlar estas presiones de subidas de precios. A finales de 2018, la tasa de inflación se situó a niveles cercanos al objetivo, en el 2,1%.

- Medidas no convencionales:

Tras el referéndum del Brexit en 2016, el Banco de Inglaterra amplió el programa de Quantitative Easing hasta los 422.905 millones de libras e introdujo el Corporate Bond Purchase Scheme (CBPS), destinado a la compra de bonos corporativos para reducir los costes de financiación

empresarial. De forma complementaria, puso en marcha el Term Funding Scheme (TFS), un mecanismo de financiación a bajo coste para las entidades financieras con el objetivo de incentivar la concesión de préstamos a hogares y empresas y reforzar la transmisión de la política monetaria (Bank of England, 2017).

El periodo 2014-2018 refleja cómo un shock externo de naturaleza política, el referéndum del Brexit condicionó de forma significativa la orientación de la política monetaria del Banco de Inglaterra. La depreciación de la libra y el repunte inflacionario asociado ilustran una de las limitaciones estructurales del modelo nacional: su mayor exposición a perturbaciones externas que escapan al control de la política monetaria, sin contar con el respaldo colectivo que otorga una unión monetaria de mayor dimensión. En este contexto, el banco central combinó el ajuste del tipo de interés oficial con la ampliación de instrumentos no convencionales para tratar de mitigar el impacto.

Periodo 2019 – 2022:

El periodo 2019-2022 estuvo marcado por dos grandes shocks que condicionaron la economía británica y la orientación de la política monetaria: el Brexit y la pandemia de COVID-19. En 2019, la incertidumbre asociada al proceso de salida de la UE generó una desaceleración de la inversión empresarial y mantuvo la inflación por debajo del objetivo del 2%, en el 1,7% (Office for National Statistics, s. f.).

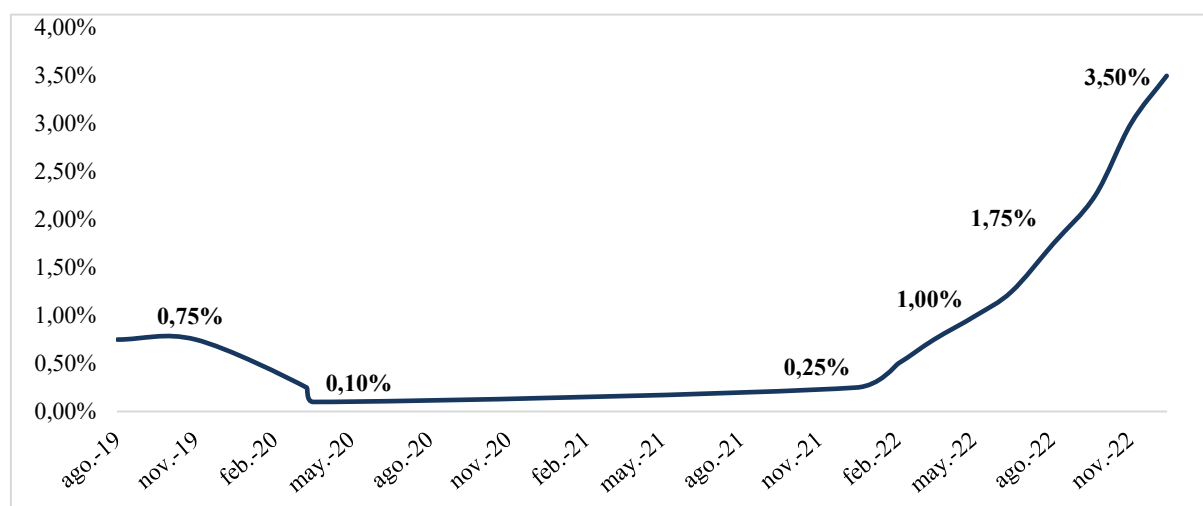
El impacto más significativo del periodo tuvo lugar en 2020 con la pandemia, que provocó una contracción anual del PIB del -10,05% (World Bank, s. f.), con una caída del 19,4% solo en el segundo trimestre (Office for National Statistics, 2022). Ante este deterioro, el Banco de Inglaterra adoptó medidas de política monetaria destinadas a garantizar la estabilidad financiera y sostener la actividad (Bank of England, 2021).

A partir de 2021, la reapertura económica vino acompañada de un fuerte repunte de la inflación, impulsado por la recuperación de la demanda, las disrupciones en las cadenas de suministro y el encarecimiento de la energía. Estas presiones se intensificaron en 2022 tras la invasión rusa de Ucrania, llevando la inflación hasta el 9,6% en octubre de 2022, muy por encima del objetivo del 2% (Office for National Statistics, s. f.). En este contexto, la política monetaria del Banco de Inglaterra transitó de una orientación expansiva durante la pandemia hacia un proceso de endurecimiento a partir de finales de 2021. El Banco de Inglaterra usó instrumentos convencionales y no convencionales para la transmisión de la política monetaria.

- Medidas convencionales:

En cuanto a instrumentos convencionales, como se observa en el Gráfico 18, que muestra la evolución del tipo de interés oficial en el Reino Unido entre 2019 y 2022, el Banco de Inglaterra modificó de forma significativa la orientación de la política monetaria a lo largo del periodo.

Gráfico 18: Evolución del tipo de interés oficial (Bank Rate) en el Reino Unido (2019–2022)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bank of England

Como se observa, el tipo se situaba en el 0,75% en 2019 y se mantuvo en ese nivel hasta el inicio de la pandemia. En marzo de 2020, el Banco de Inglaterra lo redujo rápidamente hasta el 0,10% para mitigar el impacto de la crisis sanitaria, nivel que se mantuvo durante gran parte de 2020 y 2021.

A partir de diciembre de 2021, ante el fuerte repunte de la inflación, el banco central inició la normalización monetaria, elevando el Bank Rate hasta el 0,25%. Durante 2022 el ciclo de subidas se aceleró: el tipo alcanzó el 1,00% a mediados de año, posteriormente el 1,75% y cerró el año en el 3,50%.

- Medidas no convencionales:

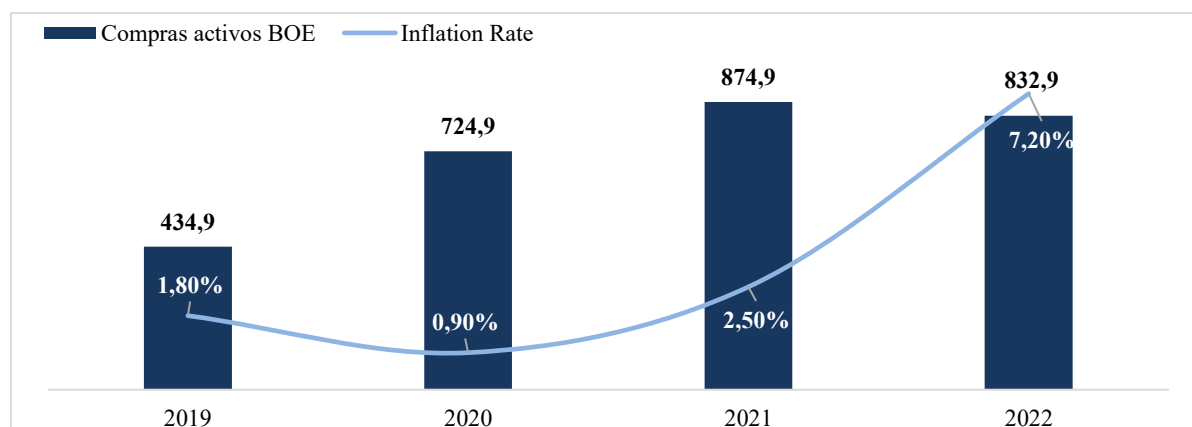
El Banco de Inglaterra recurrió a diversos instrumentos no convencionales con el objetivo de reforzar el estímulo monetario, garantizar la estabilidad de los mercados financieros y facilitar el acceso al crédito durante la crisis provocada por la pandemia de COVID-19.

La principal medida no convencional fue la ampliación del QE a través del Asset Purchase Facility (APF). A lo largo de 2020, el balance se amplió desde los 434.990 millones de finales de 2019 hasta los 724.938 millones, y continuó creciendo en 2021 hasta alcanzar un máximo de 874.947 millones de libras, compuesto principalmente por gilts y, en menor medida, bonos corporativos (Bank of England, 2021). De forma complementaria, se introdujo el Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs (TFSME), que ofrecía financiación a largo plazo próxima al Bank Rate con incentivos adicionales para préstamos a pymes (Bank of England, 2020), y el Covid Corporate Financing Facility (CCFF), destinado a sostener la liquidez de grandes empresas mediante compras de papel comercial, que cerró en 2021 con todos los préstamos reembolsados (Bank of England, 2022).

Finalmente, ante el fuerte repunte de la inflación a partir de 2021, el MPC inició en febrero de 2022 el proceso de Quantitative Tightening (QT), cesando la reinversión de los activos que iban venciendo e iniciando ventas activas de bonos corporativos, con el objetivo de reducir gradualmente el balance del banco central y normalizar las condiciones monetarias (Bank of England, 2023).

La evolución de estas medidas y su relación con la dinámica inflacionaria puede observarse en el Gráfico 19, que muestra la evolución del volumen de activos adquiridos por el Banco de Inglaterra a través del programa de compra de activos (Asset Purchase Facility) y la tasa de inflación anual en el Reino Unido durante el periodo 2019–2022.

Gráfico 19: Evolución de la inflación en Reino Unido y la compra de activos del Banco de Inglaterra (Asset Purchase Facility) (£M; %; 2019–2022)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Office for National Statistics (ONS) y Eurostat.

Como se observa en el Gráfico 19, en 2019 el volumen de activos en el balance del Banco de Inglaterra se situaba en torno a 435.000 millones de libras, mientras que la inflación se mantenía en niveles moderados, alrededor del 1,8%. En 2020, la inflación descendió hasta el 0,9%, reflejando la debilidad de la actividad económica y de la demanda. Paralelamente, el Banco de Inglaterra amplió de forma significativa su programa de compra de activos hasta aproximadamente 725.000 millones de libras, con el objetivo de sostener las condiciones financieras.

En 2021, el balance continuó expandiéndose hasta alcanzar cerca de 875.000 millones de libras, al tiempo que la inflación comenzó a repuntar gradualmente hasta el 2,5%, en línea con la recuperación de la actividad económica. Finalmente, en 2022, la inflación aumentó de forma muy significativa hasta el 7,2%, muy por encima del objetivo del banco central, mientras que el volumen de activos se situó en torno a 833.000 millones de libras, reflejando el inicio de una fase de retirada gradual del estímulo monetario tras varios años de política altamente expansiva.

De este modo, el gráfico pone de manifiesto cómo la expansión del balance estuvo asociada a un entorno de política monetaria altamente expansiva, mientras que el posterior aumento de la inflación motivó el inicio de una fase de normalización de la política monetaria.

El periodo 2019-2022 ilustra nuevamente cómo los principales desafíos a los que se enfrentó el Banco de Inglaterra tuvieron un origen externo, la pandemia y la crisis energética derivada de la guerra en Ucrania, perturbaciones que, por su naturaleza, escapaban al ámbito de actuación de la política monetaria y que el banco central solo pudo mitigar parcialmente.

Periodo 2023 – actualidad:

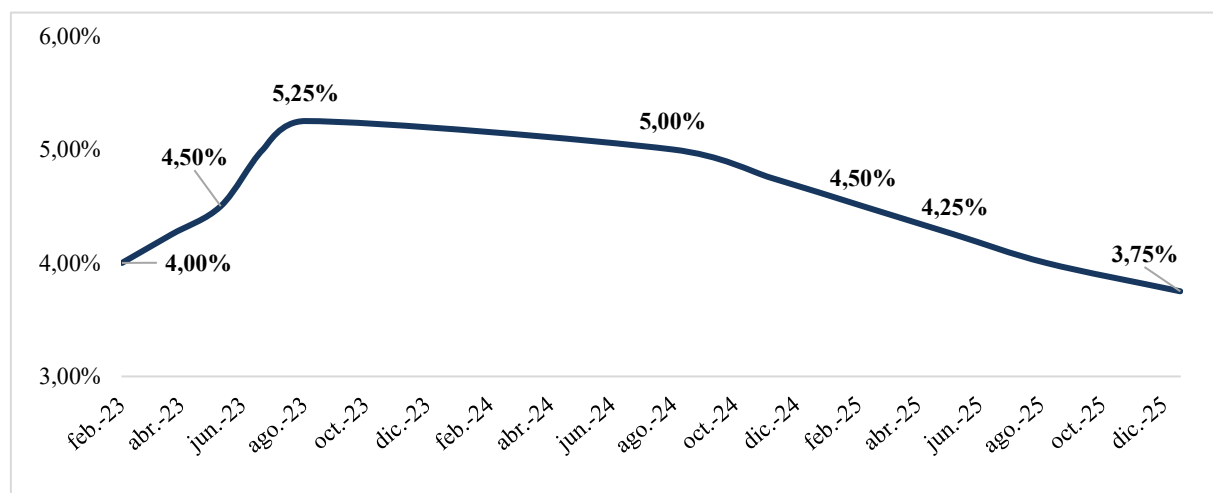
El periodo comprendido entre 2023 y la actualidad se caracteriza por la consolidación del proceso de endurecimiento monetario iniciado tras el fuerte repunte inflacionario de los años anteriores. La inflación en el Reino Unido se mantuvo en niveles elevados durante gran parte de 2023, impulsada por los precios de la energía y los alimentos asociados a la guerra en Ucrania. Al mismo tiempo, la economía mostró un crecimiento moderado, reflejando el impacto del endurecimiento de las condiciones financieras sobre el consumo y la inversión (Bank of England, 2023).

Ante este escenario, el Banco de Inglaterra continuó endureciendo las condiciones monetarias mediante el uso de instrumentos convencionales, al tiempo que avanzó en el proceso de normalización de las medidas no convencionales implementadas durante los años anteriores.

- Medidas convencionales:

En cuanto a las medidas convencionales, el Banco de Inglaterra recurrió principalmente al tipo de interés oficial (Bank Rate) como principal instrumento de política monetaria, tal como se recoge en el Gráfico 20, que muestra la evolución del Bank Rate entre 2023 y la actualidad.

Gráfico 20: Evolución del Bank Rate en el Reino Unido (2023–2025)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bank of England.

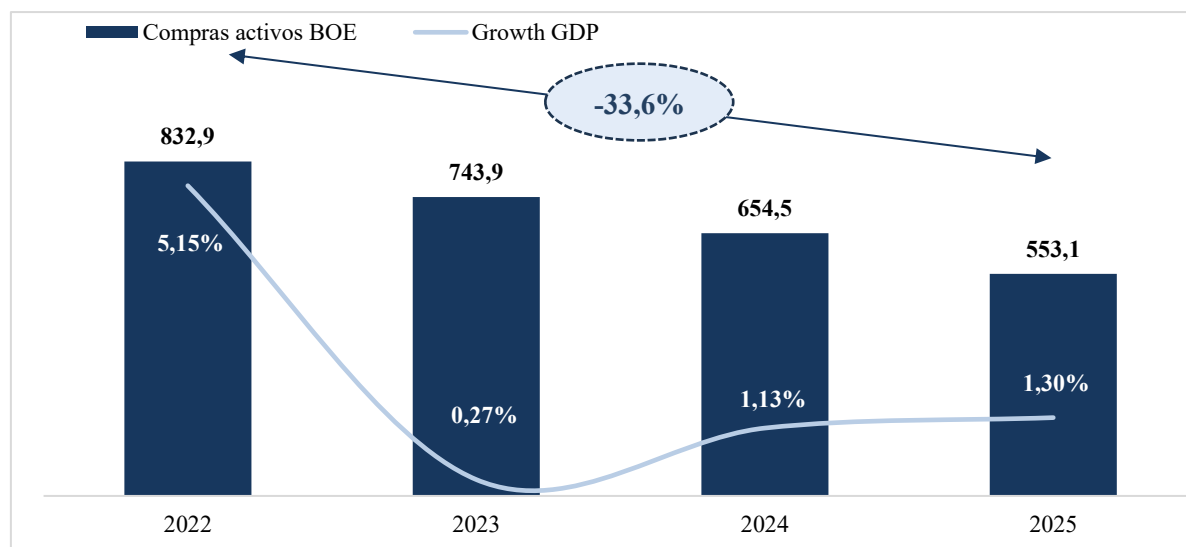
Como se observa en el gráfico, el tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra continuó aumentando durante la primera parte de 2023, pasando del 4,00% en febrero de 2023 al 5,25% en agosto de 2023, su nivel más elevado desde antes de la crisis financiera global. Posteriormente, el banco central mantuvo los tipos en niveles elevados durante 2024, en torno al 5,00% en agosto de 2024 y al 4,75% en noviembre de 2024, reflejando una política monetaria aún restrictiva. A partir de 2025 se observa una reducción gradual del Bank Rate, que descendió desde el 4,50% en febrero de 2025 hasta el 3,75% en diciembre de 2025.

Estas decisiones respondieron al objetivo de contener las presiones inflacionarias y favorecer el retorno de la inflación hacia el objetivo del 2%, endureciendo inicialmente las condiciones financieras para moderar la demanda agregada y, posteriormente, iniciando una relajación gradual a medida que la inflación comenzó a moderarse.

- Medidas no convencionales:

Durante este periodo, la actuación no convencional del Banco de Inglaterra se centró en la reducción de su balance. El Gráfico 21 muestra la evolución conjunta del APF y del crecimiento del PIB entre 2022 y 2025.

Gráfico 21: Crecimiento del PIB del Reino Unido y compras de activos del Banco de Inglaterra (Asset Purchase Facility) (£M; %; 2022–2025)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Office for National Statistics (ONS) y World Bank.

Como se observa, el volumen de activos mantenidos se redujo de forma progresiva desde los 832.999 millones de libras en 2022 hasta los 553.158 millones en 2025, lo que supone una reducción del 33,6%. Al mismo tiempo, el crecimiento económico muestra una dinámica diferenciada: tras el 5,15% registrado en 2022, la economía experimentó una desaceleración significativa hasta el 0,27% en 2023, en un contexto de endurecimiento monetario y retirada de estímulos. A partir de 2024 se observa una recuperación gradual, con tasas del 1,13% en 2024 y del 1,30% en 2025, lo que sugiere que la economía británica fue capaz de ajustarse al nuevo entorno monetario manteniendo un crecimiento positivo, aunque moderado.

Esta evolución sugiere que, a pesar de la reducción del balance del banco central y de la orientación restrictiva de la política monetaria, la economía británica fue capaz de ajustarse progresivamente al nuevo entorno monetario, manteniendo un crecimiento positivo, aunque moderado.

En conjunto, el periodo 2023 hasta la actualidad refleja la consolidación de una política monetaria restrictiva en el Reino Unido, basada en tipos de interés elevados y en la normalización del balance

del Banco de Inglaterra. Estas medidas contribuyeron a moderar la inflación y a estabilizar la economía, que mantuvo un crecimiento positivo, aunque moderado.

3.4.Resultados

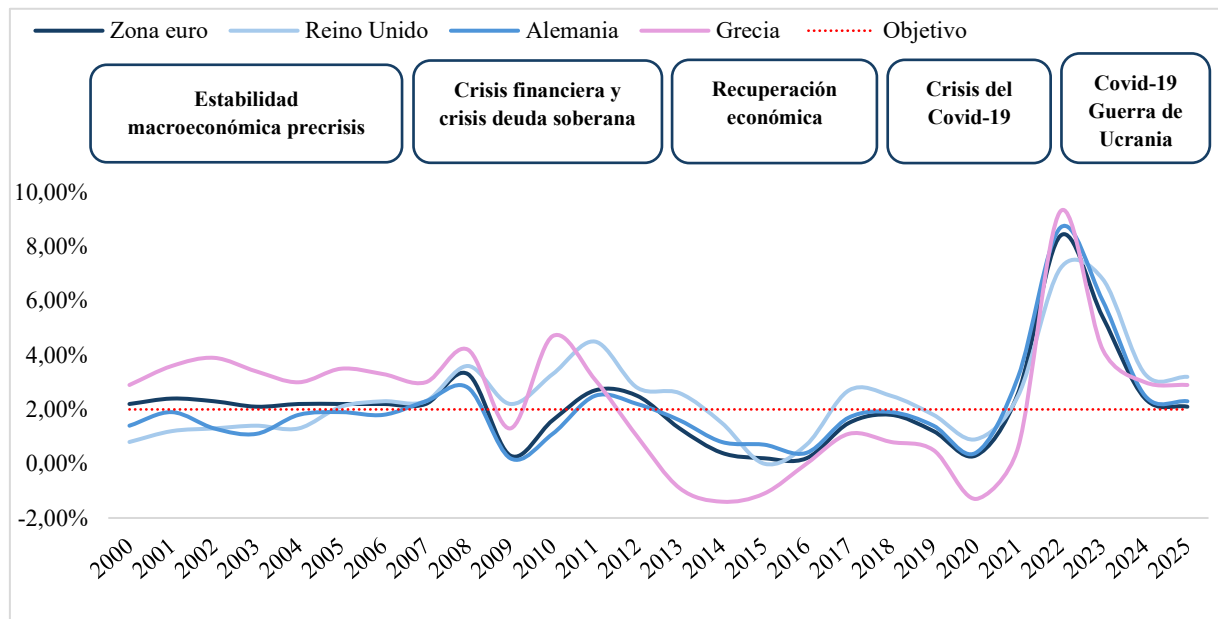
3.4.1. Análisis de las variables

A continuación, se presentan los resultados del análisis comparativo entre el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra a partir de las cuatro variables seleccionadas: inflación, crédito al sector privado, mercado laboral y rendimiento del bono soberano a 10 años. Para cada variable se presentan un gráfico que recoge la evolución comparativa entre la zona euro, el Reino Unido, Alemania y Grecia, permitiendo contrastar directamente el desempeño de ambos modelos de política monetaria en cada una de las regiones. Analizar la divergencia entre ambas economías permite ir más allá de la comparación agregada y evaluar en qué medida el BCE ha sido capaz de responder de forma eficaz a las necesidades específicas de cada país, lo que contribuirá a dar respuesta a la pregunta de investigación del presente trabajo.

Variable de análisis: Inflación

La inflación constituye el objetivo prioritario de ambos bancos centrales, por lo que su evolución a lo largo del periodo analizado resulta fundamental para evaluar la efectividad de cada modelo. El Gráfico 22 muestra la evolución de la tasa de inflación anual en la zona euro, Reino Unido, Alemania y Grecia entre 2000 y 2025, junto con la línea de referencia del objetivo del 2%.

Gráfico 22: Evolución de la tasa de inflación anual en la zona euro, el Reino Unido, Alemania y Grecia (2000–2025)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Periodo 2000 – 2007:

Durante el periodo 2000–2007, la inflación se mantuvo relativamente estable en las economías analizadas, con ambos bancos centrales utilizando exclusivamente instrumentos convencionales. La zona euro mostró una trayectoria más estable y cercana al objetivo, mientras que el Reino Unido partió de niveles más bajos y mostró una convergencia más gradual.

Como se observa en el gráfico, la inflación en la zona euro osciló en un rango estrecho entre el 2,10% y el 2,40%, manteniéndose muy cercana al objetivo durante todo el periodo. En el Reino Unido, la inflación partió del 0,80% en 2000 y convergió gradualmente hacia el objetivo, alcanzando el 2,30% en 2006 y 2007, aunque con mayor variabilidad. Dentro de la zona euro, Alemania osciló entre el 1,10% y el 2,30%, manteniéndose próxima al objetivo, mientras que Grecia se situó persistentemente por encima del 3%, aunque con fluctuaciones relevantes: descendió desde el 3,90% en 2002 hasta el 3,00% en 2004, repuntó hasta el 3,50% en 2005 y volvió a reducirse hasta el 3,00% en 2007.

El BCE adoptó una orientación expansiva entre 2001 y 2003, con la inflación del agregado moderándose del 2,40% al 2,10%, y posteriormente una orientación restrictiva a partir de 2005, manteniéndose la inflación en torno al 2,20% entre 2005 y 2007, lo que sugiere una transmisión

efectiva en términos agregados. En Alemania, la inflación respondió de forma coherente a estos ciclos, manteniéndose próxima al objetivo durante la mayor parte del periodo. En Grecia, sin embargo, la inflación respondió solo parcialmente a la dirección de la política monetaria del BCE, descendió coincidiendo con la fase expansiva y se moderó con el endurecimiento, pero se mantuvo sistemáticamente por encima del objetivo durante todo el periodo, evidenciando que los instrumentos convencionales no fueron suficientes para corregir los desequilibrios estructurales de la economía griega. En el Reino Unido, la política monetaria del Banco de Inglaterra mostró una transmisión efectiva: la fase expansiva favoreció la convergencia de la inflación hacia el objetivo, pasando del 1,30% en 2004 al 2,10% en 2005, y el posterior endurecimiento ante las presiones del encarecimiento de la energía mantuvo la inflación controlada en el 2,30% en 2006 y 2007.

Ambos modelos lograron mantener la inflación próxima al objetivo mediante instrumentos convencionales, aunque con diferencias relevantes. La efectividad del BCE no fue homogénea: mientras Alemania mantuvo la inflación bien alineada con el objetivo, Grecia la superó de forma persistente durante todo el periodo, evidenciando que la política monetaria única transmitió sus señales en la dirección correcta, pero fue insuficiente para neutralizar las presiones inflacionistas de origen estructural. Este resultado es coherente con la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas de Mundell (1961), que establece que la heterogeneidad estructural entre los miembros de la zona euro limita la capacidad del BCE para lograr resultados homogéneos en todos sus miembros. La mayor estabilidad inflacionaria del Reino Unido en este periodo refleja, en contraste, la ventaja estructural del modelo nacional: al operar sobre una economía homogénea, el Banco de Inglaterra pudo transmitir sus señales de forma más uniforme y precisa.

Periodo 2008 – 2013:

Durante el periodo 2008–2013, la inflación estuvo fuertemente condicionada por la crisis financiera global y la posterior crisis de deuda soberana, generando una dinámica muy volátil y diferenciada entre las economías analizadas.

Como se observa en el gráfico, en la zona euro la inflación pasó del 2,20% en 2007 al 3,30% en 2008, cayó al 0,30% en 2009, se recuperó hasta el 2,70% en 2011 y se moderó hasta el 1,30% en 2013. En el Reino Unido la trayectoria fue similar, pero con niveles más elevados, alcanzando el 4,50% en 2011 antes de moderarse hasta el 2,60% en 2013. Alemania siguió muy de cerca al

agregado de la zona euro, mientras que Grecia mostró la evolución más extrema: desde el 4,20% en 2008 hasta la deflación del -0,90% en 2013.

La reducción del MRO hasta el 1,00% entre 2008 y 2009 coincidió con una caída generalizada de la inflación en todas las economías, incluyendo Grecia, que descendió del 4,20% al 1,30%, lo que sugiere una transmisión inicial efectiva del BCE. Sin embargo, a partir de 2010 las trayectorias divergieron: mientras Alemania siguió de forma coherente el ciclo expansivo del BCE, Grecia experimentó un repunte hasta el 4,70% por los ajustes fiscales (Thomsen, 2019) y posteriormente una deflación del -0,90% en 2013 por la contracción de la demanda interna, dinámicas determinadas por factores fiscales que escapaban al alcance de la política monetaria común. En el Reino Unido, la política expansiva del Banco de Inglaterra contribuyó a evitar una deflación más severa, aunque la inflación se mantuvo elevada por factores externos de oferta como la depreciación de la libra y el encarecimiento de la energía (Bank of England, 2012).

Ambos bancos centrales mostraron una transmisión inicial efectiva, aunque con limitaciones distintas. El BCE logró una transmisión coherente en términos agregados y en Alemania, con la caída generalizada de la inflación en 2009 reflejando que sus medidas expansivas se transmitieron inicialmente de forma homogénea. Sin embargo, a partir de 2010 la heterogeneidad estructural limitó esta homogeneidad: Grecia siguió una dinámica determinada por factores fiscales ajenos a la política monetaria, evidenciando las limitaciones de una política única ante economías con desequilibrios estructurales profundos (Mundell, 1961). El Banco de Inglaterra evitó una deflación más severa, aunque su efectividad se vio limitada por shocks externos de oferta que escapaban a su control. Las limitaciones del BCE fueron estructurales, mientras que las del Banco de Inglaterra respondieron principalmente a factores externos.

Periodo 2014 – 2018:

Durante el periodo 2014–2018, la inflación se mantuvo en niveles reducidos en ambas economías, muy por debajo del objetivo, lo que llevó a ambos bancos centrales a intensificar sus políticas expansivas. Las trayectorias fueron diferentes: la zona euro mostró una recuperación gradual hacia el final del periodo, mientras que el Reino Unido experimentó un repunte más brusco condicionado por el Brexit.

Como se observa en el gráfico, en la zona euro la inflación descendió hasta el 0,20% en 2015 y 2016, antes de recuperarse hasta el 1,80% en 2018. En el Reino Unido, la inflación cayó hasta el 0,00% en 2015 pero repuntó con mayor intensidad hasta el 2,70% en 2017 y el 2,50% en 2018.

Alemania siguió una trayectoria muy similar al agregado, mientras que Grecia registró deflación entre 2014 y 2015, con tasas del -1,40% y -1,10%, recuperándose muy gradualmente hasta el 0,80% en 2018.

En la zona euro, el BCE intensificó progresivamente su política expansiva mediante tipos reducidos, el lanzamiento del APP en enero de 2015 y las TLTRO-II en 2016. La recuperación gradual de la inflación desde el 0,20% en 2016 hasta el 1,80% en 2018 coincidió con la intensificación de estas medidas, lo que sugiere una transmisión efectiva, aunque con retardo. En Alemania, la inflación respondió de forma coherente, recuperándose desde el 0,40% en 2016 hasta el 1,90% en 2018, reflejando una transmisión efectiva del estímulo monetario. En Grecia, a pesar de las medidas del BCE, la deflación persistió hasta 2015 y la recuperación posterior fue muy lenta, alcanzando únicamente el 0,80% en 2018, lo que evidencia que las secuelas estructurales de los programas de austeridad limitaron significativamente la transmisión del estímulo monetario, en línea con lo anticipado por Mundell (1961): sin mecanismos de ajuste alternativos, una política monetaria única no puede corregir desequilibrios estructurales profundos entre sus miembros. En el Reino Unido, el mantenimiento del Bank Rate y su posterior reducción tras el Brexit contribuyeron a sostener la demanda, aunque la caída de la inflación hasta el 0,00% en 2015 muestra los límites del estímulo monetario ante una demanda débil. El posterior repunte hasta el 2,70% en 2017 respondió principalmente a la depreciación de la libra tras el Brexit y no al efecto directo de la política monetaria (Bloom & Chen, 2019).

En conjunto, El BCE demostró una transmisión efectiva en términos agregados y en Alemania, aunque la persistencia de la deflación en Grecia evidencia que la política monetaria común fue insuficiente para compensar los desequilibrios estructurales acumulados, limitando su efectividad homogénea entre los países miembros. El Banco de Inglaterra logró sostener la demanda, pero su efectividad quedó condicionada principalmente por factores externos que escapaban a su control.

Periodo 2019 – 2022:

Durante el periodo 2019–2022, la inflación estuvo condicionada por dos shocks de naturaleza opuesta: la pandemia de COVID-19, que generó presiones deflacionistas en 2020, y el posterior repunte inflacionario impulsado por la reapertura económica, el encarecimiento de la energía y la guerra en Ucrania en 2022.

Como se observa en el gráfico, tanto la zona euro como el Reino Unido siguieron una trayectoria similar: descenso en 2020, recuperación en 2021 y fuerte repunte en 2022. En la zona euro la

inflación pasó del 1,20% en 2019 al 0,30% en 2020, se recuperó hasta el 2,60% en 2021 y se disparó hasta el 8,40% en 2022. En el Reino Unido la trayectoria fue muy similar, alcanzando el 7,20% en 2022. Dentro de la zona euro, Alemania repuntó con mayor intensidad en 2021, alcanzando el 3,20%, y llegó al 8,70% en 2022. Grecia presentó la evolución más extrema: deflación del -1,30% en 2020, recuperación apenas hasta el 0,60% en 2021 y la inflación más elevada del conjunto en 2022 con el 9,30%.

Durante la fase pandémica, las medidas expansivas de ambos bancos centrales resultaron efectivas. En la zona euro, el PEPP y las TLTRO III con tipos en mínimos contribuyeron a reconducir la inflación del 0,30% al 2,60% entre 2020 y 2021, sugiriendo una transmisión efectiva. En Alemania, la respuesta fue más intensa, alcanzando el 3,20% en 2021, en parte por la reversión del IVA temporal de 2020 (Funke & Terasa, 2022). En Grecia, la transmisión fue más limitada: la inflación apenas se recuperó hasta el 0,60% en 2021, reflejo de la debilidad estructural de su demanda interna. En el Reino Unido, la reducción del Bank Rate hasta el 0,10% y la ampliación del QE lograron un efecto similar, con la inflación recuperándose del 0,90% al 2,50%. A partir de 2022, ambos bancos centrales iniciaron un endurecimiento monetario, pero la inflación se disparó igualmente por encima del 7% en ambas economías, impulsada por factores de oferta externos que escapaban al alcance de sus instrumentos.

Ambos modelos fueron efectivos durante la fase pandémica, logrando reconducir la inflación hacia el objetivo en 2021. A partir de 2022, ninguno logró contener el fuerte repunte inflacionario derivado de shocks de oferta globales, evidenciando los límites de la política monetaria independientemente del modelo institucional. Dentro de la zona euro, la heterogeneidad siguió siendo relevante: mientras Alemania siguió una trayectoria coherente con el agregado, Grecia experimentó deflación en 2020 e inflación excepcionalmente elevada en 2022, reflejando que la política monetaria única amplifica los efectos de los shocks externos de forma asimétrica. El Banco de Inglaterra, al operar sobre una economía más homogénea, evitó estas divergencias internas, aunque no pudo eximirse de los shocks globales del periodo.

Periodo 2023 – actualidad:

Durante el periodo 2023–actualidad, la inflación siguió una trayectoria descendente en ambas economías, marcada por el proceso de endurecimiento monetario aplicado para reconducir los precios hacia el objetivo del 2%, aunque con ritmos claramente diferenciados.

En la zona euro, la inflación descendió desde el 5,40% en 2023 hasta el 2,10% en 2025, prácticamente alineada con el objetivo. En el Reino Unido, la moderación fue más lenta, manteniéndose en el 3,30% en 2024 y el 3,20% en 2025, persistentemente por encima del objetivo. Dentro de la zona euro, Alemania siguió una trayectoria muy similar al agregado, descendiendo hasta el 2,30% en 2025, mientras que Grecia mostró una desinflación más lenta, manteniéndose en el 3,00% en 2024 y el 2,90% en 2025. Según el Banco de Grecia (2025) y el National Bank of Greece (2024), esta persistencia responde a factores estructurales como el dinamismo del sector turístico, el crecimiento salarial y la rigidez de los precios de los servicios, que escapan al control de la política monetaria común.

El BCE elevó los tipos hasta su máximo en septiembre de 2023 e inició una relajación gradual a partir de 2024, combinada con la reducción progresiva de su balance. Esta secuencia resultó efectiva tanto en el agregado como en Alemania, como refleja la convergencia hacia el 2,10% en 2025. En Grecia, la inflación también se moderó en respuesta a estas medidas, aunque se mantuvo por encima del objetivo en el 2,90%, reflejo de factores estructurales que escapan al control de la política monetaria común. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra mantuvo el Bank Rate en niveles elevados durante 2023 y 2024 antes de iniciar una reducción gradual en 2025, pero la inflación se mantuvo persistentemente por encima del objetivo, sugiriendo que factores estructurales propios de la economía británica limitaron la efectividad de sus medidas.

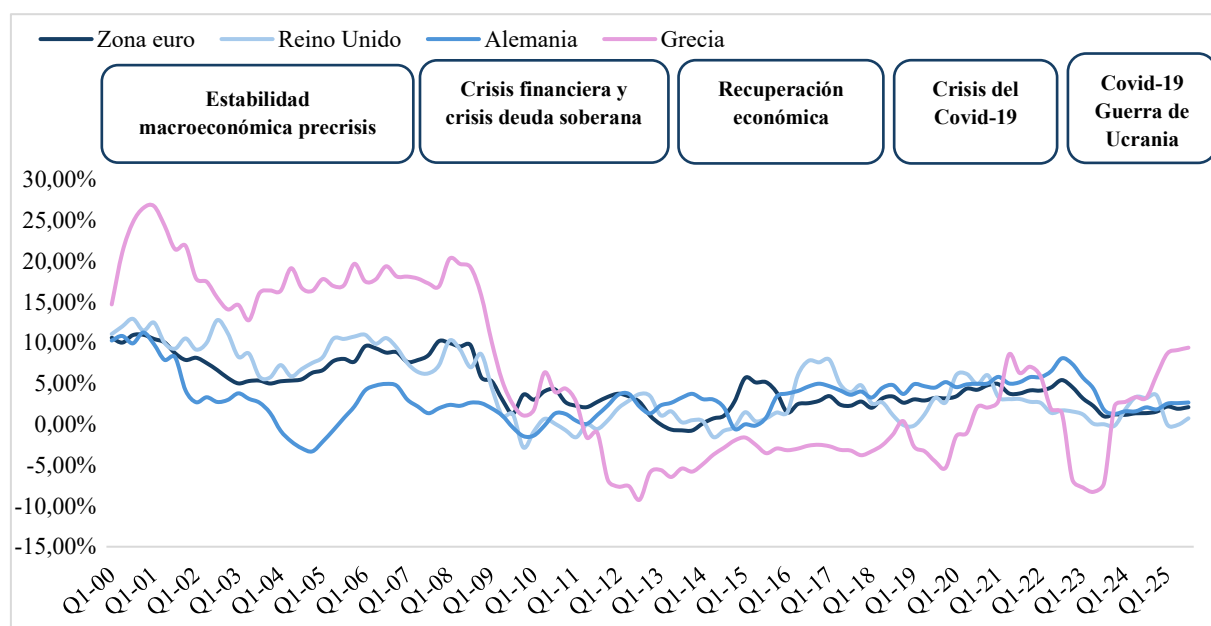
En términos de efectividad, el BCE logró reconducir la inflación hacia el objetivo de forma más efectiva, con Alemania siguiendo una trayectoria coherente con sus señales. Grecia, en cambio, mostró una persistencia inflacionista mayor por razones estructurales que escapaban al control de la política monetaria común, evidenciando de nuevo las limitaciones del BCE en una unión monetaria heterogénea. El Banco de Inglaterra, en cambio, se enfrentó a presiones inflacionarias adicionales de origen estructural propio que ralentizaron la desinflación más allá de lo que su política monetaria podía controlar.

Variable de análisis: Crédito Privado

El crédito al sector privado constituye uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria. Su evolución permite evaluar en qué medida las medidas adoptadas por cada banco central lograron estimular o moderar el flujo de crédito en función del contexto económico de cada momento. El Gráfico 23 muestra la tasa de variación interanual del crédito al sector privado

en la zona euro, Reino Unido, Alemania y Grecia entre 2000 y 2025, calculada a partir de los datos trimestrales del Banco de Pagos Internacionales (BIS).

Gráfico 23: Tasa de variación interanual del crédito al sector privado en la zona euro, el Reino Unido, Alemania y Grecia (2000–2025)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Pagos Internacionales.

Periodo 2000 – 2007:

Durante el periodo 2000–2007, el crédito al sector privado creció de manera inestable en todas las economías analizadas, aunque con diferencias notables en su intensidad y trayectoria. La zona euro mostró una transmisión más ordenada, mientras que el Reino Unido mostró mayor volatilidad y Alemania y Grecia trayectorias muy diferenciadas del agregado.

Como se observa en el gráfico, la zona euro partió de tasas del 10,62% en Q1-00, se desaceleró hasta el 5% en 2003–2004 y se recuperó progresivamente hasta el 10,20% en Q4-07. El Reino Unido osciló entre el 6% y el 13% durante todo el periodo con mayor volatilidad. Alemania mostró la evolución más llamativa, entrando en contracción hasta el -3,31% en Q4-04 antes de recuperarse hasta el 4–5% en 2006–2007. Grecia mantuvo tasas extraordinariamente elevadas, entre el 12% y el 27%, durante todo el periodo.

En la zona euro, la fase restrictiva inicial con tipos en torno al 4,75% coincidió con una caída significativa del crédito en el agregado, en Alemania y en Grecia, lo que sugiere que el

endurecimiento monetario sí se transmitió al canal crediticio. La reducción de tipos entre 2001 y 2003 y su mantenimiento en niveles bajos hasta 2005 coincidió con una estabilización y recuperación gradual del crédito, apuntando a una transmisión efectiva, aunque con cierto retardo. En Grecia, sin embargo, la respuesta fue desproporcionada: el crédito se aceleró hasta el 17–20% durante la fase expansiva, evidenciando que el acceso a financiación barata amplificó el estímulo de forma excesiva en una economía en proceso de convergencia. En Alemania, la caída fue especialmente pronunciada, llegando a terreno negativo entre 2004 y 2005, reflejo del estancamiento económico del país (Dustmann et al., 2014), con una recuperación posterior ligada a la mejora del ciclo económico más que al estímulo monetario. En el Reino Unido, la transmisión fue menos clara: los tipos altos del inicio del periodo no moderaron el crédito, y las bajadas posteriores tampoco generaron una aceleración apreciable. Fue únicamente hacia el final del periodo cuando el crédito respondió de forma más coherente, moderándose hasta el 6–7% en 2007 coincidiendo con los tipos en máximos, lo que sugiere una transmisión efectiva pero muy tardía.

En términos de efectividad, el BCE logró una transmisión más coherente al canal crediticio que el Banco de Inglaterra, con el crédito de la zona euro respondiendo de forma más ordenada a los ciclos de tipos. El Banco de Inglaterra, en cambio, mostró una transmisión tardía y menos predecible, con el crédito respondiendo principalmente a factores de demanda interna. No obstante, el análisis por países matiza la aparente superioridad del BCE: aunque Alemania y Grecia respondieron a las señales del banco central, factores estructurales propios de cada economía amplificaron o atenuaron esa respuesta de forma significativa. Los datos muestran que una política monetaria única puede transmitir sus señales al conjunto de la unión, pero su efectividad se ve limitada cuando algunos de sus miembros atraviesan situaciones estructurales específicas que escapan a su alcance.

Periodo 2008 – 2013:

Durante el periodo 2008–2013, la evolución del crédito al sector privado estuvo marcada por el impacto de la crisis financiera global y la posterior crisis de deuda soberana, que generaron una contracción crediticia de gran intensidad en todas las economías analizadas.

Como se observa en el gráfico, el crédito pasó de crecer a tasas elevadas en 2008 a contraerse de forma pronunciada en la mayoría de las economías, con diferencias significativas en la intensidad y duración de esa contracción. En la zona euro, el crédito se desaceleró bruscamente desde tasas superiores al 9% en 2008 hasta prácticamente el 0% en 2013. En el Reino Unido, la contracción

fue más inmediata, pasando de tasas del 8% en 2008 a terreno negativo en el cuarto trimestre de 2009, con una tasa del -2,84%, manteniéndose próximo a cero hasta 2013. Dentro de la zona euro, Alemania mostró una contracción moderada de hasta el -1,45%, seguida de una recuperación gradual hasta el 2-4% entre 2011 y 2013. Grecia experimentó la contracción más severa, desplomándose hasta el -9,25% en el tercer trimestre de 2012, reflejando el colapso de la demanda interna y el deterioro extremo del sistema bancario bajo los programas de austeridad (Thomsen, 2019).

En la zona euro, a pesar de la intensidad de las medidas adoptadas, el crédito continuó contrayéndose hacia el final del periodo. Esto no refleja necesariamente una falta de efectividad, sino las limitaciones de la política monetaria ante la fragmentación financiera derivada de la crisis de deuda soberana, que generó condiciones de financiación muy dispares entre países. En Alemania, donde la fragmentación fue menor, el crédito mostró una recuperación gradual a partir de 2011, sugiriendo cierta efectividad de las medidas del BCE en economías más estables. En Grecia, el deterioro del sistema bancario y los programas de austeridad generaron una contracción que las medidas del BCE no pudieron compensar, evidenciando que en situaciones de crisis extrema la política monetaria común resulta insuficiente sin ajustes fiscales y estructurales. En el Reino Unido, la reducción del Bank Rate hasta el 0,5% y el QE no lograron revertir la contracción del crédito. La introducción del FLS en 2012 coincidió con una ligera estabilización, lo que sugiere que esta medida pudo contribuir a frenar la contracción, aunque sin llegar a revertirla de forma significativa.

En términos de efectividad, este periodo pone de manifiesto los límites de la política monetaria para estimular el crédito en contextos de crisis financiera severa, independientemente del modelo institucional. Tanto el BCE como el Banco de Inglaterra desplegaron medidas de gran magnitud, pero el crédito continuó contrayéndose en ambas economías, lo que refleja que, en situaciones de elevada incertidumbre y crisis, la política monetaria puede mejorar las condiciones de financiación, pero no puede por sí sola reactivar la demanda de crédito. La principal diferencia entre ambos modelos radica en que en la zona euro la fragmentación financiera generó efectos muy asimétricos entre países, con Alemania mostrando mayor resiliencia y Grecia una fuerte contracción, mientras que en el Reino Unido la contracción fue más homogénea, lo que refleja una vez más la ventaja del Banco de Inglaterra al operar sobre una economía más uniforme, aunque ello no le eximió de las dificultades generadas por la crisis.

Periodo 2014 – 2018:

Durante el periodo 2014-2018, el crédito al sector privado mostró una recuperación gradual en la mayoría de las economías analizadas, aunque con ritmos y niveles muy distintos. Como se observa en el gráfico, la zona euro y Alemania iniciaron una senda de recuperación progresiva, el Reino Unido mostró un comportamiento más volátil condicionado por el Brexit, y Grecia continuó registrando tasas negativas durante prácticamente todo el periodo.

Como se observa en el gráfico, en la zona euro el crédito pasó de tasas próximas a cero o ligeramente negativas en 2013-2014 a situarse en torno al 3% al final del periodo. En el Reino Unido, el crédito se aceleró hasta el 7-8% en 2016-2017, antes de moderarse hasta el 1.2% en 2018. Dentro de la zona euro, Alemania mostró la recuperación más sólida, pasando de tasas negativas en 2014 a superar el 5% en 2018, mientras que Grecia se mantuvo en contracción durante prácticamente todo el periodo, con tasas de entre el -1% y el -4%.

En la zona euro, la recuperación gradual del crédito a partir de 2015 coincidió con el lanzamiento del APP y las TLTRO-II, lo que sugiere que estas medidas contribuyeron a reactivar el canal crediticio. En Alemania, la respuesta fue especialmente clara, con el crédito siguiendo de forma coherente la intensificación de los estímulos del BCE. En Grecia, sin embargo, la fragmentación financiera persistente y las secuelas de los programas de austeridad limitaron la transmisión de los estímulos, manteniéndose el crédito en terreno negativo durante prácticamente todo el periodo. En el Reino Unido, la evolución del crédito respondió en mayor medida a factores externos que a las decisiones del Banco de Inglaterra: el mantenimiento del crédito en niveles elevados del 7-8% en 2016-2017 reflejó el dinamismo de la demanda interna previo al Brexit, mientras que su posterior moderación hasta el 1-2% en 2018 coincidió con la incertidumbre generada por el proceso de salida de la UE, que deprimió la inversión empresarial y con ella la demanda de crédito (Bloom & Chen, 2019).

En términos de efectividad, el BCE mostró una transmisión más clara al canal crediticio, con el crédito de la zona euro y especialmente de Alemania respondiendo de forma coherente a las medidas. El Banco de Inglaterra, en cambio, mostró una efectividad más limitada, dado que la evolución del crédito respondió principalmente a factores externos vinculados al Brexit. Sin embargo, la persistencia de la contracción crediticia en Grecia matiza la superioridad del BCE, evidenciando que la fragmentación financiera limitó su efectividad en las economías más vulnerables y que una política monetaria única se ve condicionada cuando algunos de sus miembros atraviesan situaciones estructurales específicas que escapan a su alcance.

Periodo 2019 – 2022:

Durante el periodo 2019–2022, la evolución del crédito al sector privado estuvo condicionada por dos shocks económicos de gran magnitud: la pandemia de COVID-19 y el posterior repunte inflacionario asociado a la reapertura económica, las disrupciones en las cadenas de suministro y la guerra en Ucrania. En comparación con periodos anteriores, el crédito mostró una notable estabilidad, con una aceleración moderada durante la pandemia y una moderación progresiva hacia el final del periodo.

Como se observa en el gráfico, en la zona euro el crédito se aceleró desde el 3,19% en el cuarto trimestre de 2019 hasta el 4,81% en el cuarto trimestre de 2020, manteniéndose en torno al 4–5% durante 2021, antes de moderarse al 4,57% en el cuarto trimestre de 2022. En el Reino Unido, el crédito aceleró hasta el 6,02% en el cuarto trimestre de 2020, antes de moderarse de forma más pronunciada hasta el 1,58% en el cuarto trimestre de 2022. Dentro de la zona euro, Alemania mostró el crecimiento más sólido, alcanzando el 8,09% en el tercer trimestre de 2022, mientras que Grecia salió de su prolongada contracción crediticia a partir del tercer trimestre de 2020, aunque volvió a caer bruscamente al -6,76% en el cuarto trimestre de 2022.

Durante la fase pandémica, ambos bancos centrales desplegaron políticas fuertemente expansivas y el crédito respondió de forma positiva en ambas economías, lo que sugiere una transmisión efectiva de las medidas al canal crediticio. En la zona euro, el PEPP con su mayor flexibilidad entre países contribuyó a reducir la fragmentación financiera y a mejorar las condiciones de financiación incluso en Grecia, que, junto con los programas de garantías públicas y los apoyos fiscales europeos, favoreció que lograra salir de su prolongada contracción crediticia. A partir de 2022, ambos bancos centrales iniciaron un proceso de normalización monetaria combinando subidas de tipos con la retirada progresiva de las medidas extraordinarias. En la zona euro, el crédito se moderó de forma gradual manteniéndose en terreno positivo en el agregado y en Alemania, lo que sugiere que el BCE logró un equilibrio efectivo entre contener la inflación y sostener el flujo de crédito. En el Reino Unido, la moderación fue más pronunciada, cayendo hasta el 1,58% en el cuarto trimestre de 2022, sin lograr el mismo equilibrio. Grecia volvió a caer en contracción crediticia al final del periodo, evidenciando que la normalización de la política monetaria común generó de nuevo efectos asimétricos entre sus miembros.

En términos de efectividad, ambos bancos centrales fueron efectivos para sostener el crédito durante la fase pandémica, evitando la contracción severa observada en crisis anteriores. En la

fase de normalización, el BCE logró una calibración más gradual que el Banco de Inglaterra, aunque este resultado refleja en parte las diferencias estructurales entre ambas economías, la zona euro se benefició del respaldo colectivo del PEPP y los apoyos fiscales europeos, mientras que el Reino Unido afrontó el endurecimiento sin ese colchón institucional. La caída del crédito en Grecia recuerda, no obstante, que la efectividad homogénea del BCE sigue siendo limitada cuando la política monetaria única afecta de forma asimétrica a economías con situaciones estructurales muy diferentes.

Periodo 2023 – actualidad:

Durante el periodo 2023–actualidad, la evolución del crédito al sector privado estuvo marcada por la consolidación del proceso de endurecimiento monetario iniciado en 2022 y la posterior normalización gradual de la política monetaria en ambas economías. Como se observa en el gráfico, el crédito experimentó una desaceleración significativa durante 2023, seguida de una recuperación progresiva a partir de 2024, aunque con diferencias relevantes entre economías.

En la zona euro, el crédito se desaceleró de forma pronunciada a lo largo de 2023, pasando del 3,18% en el primer trimestre hasta el 0,99% en el tercer trimestre, antes de recuperarse hasta el 2,19% en el primer trimestre de 2025. En el Reino Unido, el crédito se mantuvo próximo a cero durante 2023, antes de acelerarse hasta el 3,54% en el cuarto trimestre de 2024 y volver a terreno negativo en los dos primeros trimestres de 2025. Dentro de la zona euro, Alemania siguió una trayectoria similar al agregado, pero con tasas superiores, mientras que Grecia mostró la evolución más llamativa: tras una breve contracción en 2023, el crédito se aceleró hasta el 9,40% en el tercer trimestre de 2025, la tasa más elevada de todas las economías analizadas en este periodo.

En la zona euro, la transmisión fue coherente y ordenada: el endurecimiento coincidió con una desaceleración del crédito durante 2023, y la relajación iniciada en 2024 con una recuperación progresiva y sostenida, lo que sugiere que el BCE logró equilibrar la contención de la inflación con el sostenimiento del flujo de crédito. En Alemania, la trayectoria fue coherente con el agregado. En Grecia, la fuerte aceleración del crédito a partir de 2024 refleja el impacto especialmente intenso de la relajación en una economía que venía de años de contracción, aunque genera de nuevo efectos asimétricos respecto al resto de miembros. En el Reino Unido, en cambio, la transmisión fue menos clara: aunque el crédito se aceleró hasta el 3,54% en el cuarto trimestre de 2024 coincidiendo con las bajadas del Bank Rate, volvió a terreno negativo en los dos primeros trimestres de 2025 a pesar de la continuación del ciclo de relajación, lo que sugiere que factores

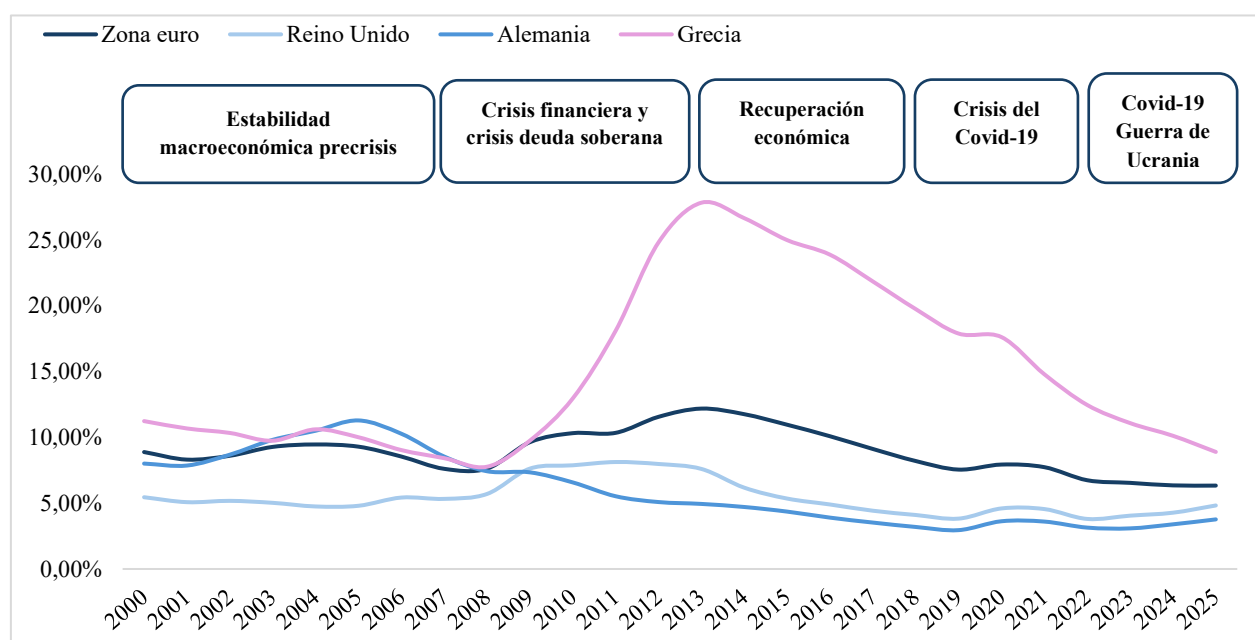
estructurales o de demanda interna dominaron sobre el estímulo monetario, limitando la efectividad de la política del Banco de Inglaterra sobre el canal crediticio.

En términos de efectividad, el BCE logró una transmisión más coherente y equilibrada al canal crediticio que el Banco de Inglaterra: el endurecimiento moderó el crédito de forma ordenada sin generar una contracción severa, y la posterior relajación favoreció una recuperación progresiva y sostenida. El Banco de Inglaterra, en cambio, mostró una transmisión menos predecible, con el crédito respondiendo de forma irregular a los ciclos de tipos. No obstante, la aceleración del crédito en Grecia recuerda que la política monetaria única sigue generando efectos asimétricos entre sus miembros, evidenciando las limitaciones de un instrumento diseñado para el conjunto de la unión cuando algunas economías se encuentran en fases del ciclo crediticio muy diferentes al resto.

Variable de análisis: Tasa de desempleo

El empleo constituye uno de los objetivos secundarios de la política monetaria, ya que las decisiones de tipos de interés y las medidas de liquidez de los bancos centrales afectan a la actividad económica y, con ello, a la demanda de trabajo. El Gráfico 24 muestra la evolución de la tasa de desempleo anual en la zona euro, Reino Unido, Alemania y Grecia entre 2000 y 2025.

Gráfico 24: Evolución de la tasa de desempleo anual en la zona euro, el Reino Unido, Alemania y Grecia (2000–2025)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Organisation for Economic Co-operation and Development (OCDE).

Periodo 2000 – 2007:

Durante el periodo 2000–2007, la tasa de desempleo mostró dinámicas claramente diferenciadas entre las economías analizadas, aunque con una tendencia general hacia la reducción del desempleo en la segunda mitad del periodo, coincidiendo con la fase de recuperación económica.

Como se observa en el gráfico, el Reino Unido se mantuvo durante todo el periodo en niveles de desempleo significativamente inferiores al resto de economías analizadas, oscilando entre el 4,75% y el 5,70%. La zona euro partió del 8,88% en 2000, el desempleo aumentó hasta el 9,46% en 2004 y se redujo gradualmente hasta el 7,61% en 2007. Dentro de la zona euro, Alemania mostró la evolución más llamativa: el desempleo aumentó de forma pronunciada desde el 8,01% en 2000 hasta el 11,28% en 2005, para reducirse con rapidez hasta el 8,54% en 2007. Grecia partió del 11,23% en 2000, el nivel más elevado de las economías analizadas, y mostró una reducción progresiva hasta el 8,42% en 2007, aunque manteniéndose por encima del agregado de la zona euro durante todo el periodo.

La política monetaria afecta al desempleo de forma indirecta y con retardo. En la zona euro, la orientación expansiva del BCE entre 2001 y 2003 contribuyó a sostener la actividad económica, aunque el desempleo siguió aumentando hasta 2004, reflejando ese retardo característico. La posterior reducción entre 2005 y 2007 coincidió con el mantenimiento de tipos bajos y la mejora del ciclo económico. En Alemania, la reducción del desempleo desde el 11,28% en 2005 hasta el 8,54% en 2007 respondió tanto al estímulo monetario como a las reformas estructurales del mercado laboral Hartz I-IV (Dustmann et al., 2014). En Grecia, la reducción del desempleo respondió principalmente al acceso a condiciones de financiación favorables y al contexto de fuerte crecimiento económico. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra sostuvo la demanda interna mediante tipos relativamente bajos entre 2001 y 2004, contribuyendo a mantener el desempleo en niveles reducidos.

El BCE contribuyó a crear condiciones favorables para el empleo, pero su efectividad fue heterogénea entre países, evidenciando las dificultades de una política monetaria única ante mercados laborales estructuralmente diferentes, en línea con lo anticipado por Mundell (1961), que identifica la falta de movilidad laboral entre países miembros como uno de los principales obstáculos para que una política monetaria única genere resultados homogéneos. El Banco de

Inglaterra, en cambio, mantuvo el desempleo en niveles bajos y estables, ventaja que refleja la mayor homogeneidad y movilidad laboral interna de la economía británica más que una superioridad institucional del modelo nacional.

Periodo 2008 – 2013:

Durante el periodo 2008–2013, el mercado laboral se vio gravemente afectado por la crisis financiera global y la posterior crisis de deuda soberana, que provocaron un fuerte aumento del desempleo en la mayoría de las economías analizadas, aunque con intensidades muy diferentes. Grecia y la zona euro registraron los mayores aumentos del desempleo del conjunto del análisis, mientras que Alemania constituyó una excepción notable, logrando reducir su desempleo durante la crisis.

Como se observa en el gráfico, el desempleo aumentó de forma generalizada a partir de 2008 en la mayoría de las economías. En la zona euro, el desempleo pasó del 7,61% en 2007 al 12,18% en 2013. En el Reino Unido, el aumento fue más moderado, pasando del 5,33% en 2007 al 7,60% en 2013, manteniéndose en niveles significativamente inferiores al resto. Dentro de la zona euro, Alemania mostró una evolución excepcional: redujo su desempleo hasta el 4,94% en 2013, siendo la única economía analizada que mejoró su mercado laboral durante la crisis. Grecia, por el contrario, registró el mayor aumento, disparándose desde el 7,77% en 2008 hasta el 27,83% en 2013.

En la zona euro, el BCE adoptó una orientación fuertemente expansiva, reduciendo el MRO y desplegando medidas no convencionales. Sin embargo, el desempleo continuó aumentando hasta 2013, a consecuencia del retardo de la política monetaria, pero, sobre todo, por la grave crisis financiera del momento. La fragmentación financiera derivada de la crisis de deuda soberana generó condiciones de financiación muy dispares entre países, limitando la capacidad del BCE para sostener la actividad económica y el empleo de forma homogénea. En Alemania, la resiliencia del mercado laboral respondió principalmente a la solidez de su estructura económica y a mecanismos de ajuste como el *Kurzarbeit* (International Labour Organization, 2011). En Grecia, el colapso del mercado laboral fue consecuencia de los programas de austeridad impuestos como condición para los rescates, que generaron una contracción de la demanda interna (Thomsen, 2019). En el Reino Unido, la reducción del Bank Rate y la introducción del QE contribuyeron a sostener la demanda agregada y limitar el aumento del desempleo.

Este periodo pone de manifiesto los límites de la política monetaria para sostener el empleo en contextos de crisis financiera severa, independientemente del modelo institucional. Ni el BCE ni el Banco de Inglaterra lograron evitar un aumento significativo del desempleo, lo que refleja que en situaciones de elevada incertidumbre la política monetaria puede mejorar las condiciones de financiación, pero no puede por sí sola sostener el mercado laboral. La principal diferencia entre ambos modelos radica en que en la zona euro la fragmentación financiera generó efectos muy asimétricos: mientras Alemania redujo su desempleo gracias a su solidez estructural, Grecia experimentó un colapso del mercado laboral que escapaba al alcance del BCE. El Reino Unido, al operar sobre una economía más homogénea, tuvo el aumento del desempleo en niveles más moderados, lo que refleja una ventaja relativa del Banco de Inglaterra en términos de transmisión homogénea de su política monetaria, aunque ello no le eximió de las dificultades generadas por la crisis.

Periodo 2014 – 2018:

Durante el periodo 2014–2018, el mercado laboral mostró una recuperación gradual en todas las economías, coincidiendo con la mejora del ciclo económico y políticas monetarias expansivas.

En la zona euro, el desempleo se redujo desde el 11,76% en 2014 hasta el 8,20% en 2018, aunque manteniéndose en niveles elevados. En el Reino Unido, la reducción fue más pronunciada en términos relativos, pasando del 6,18% en 2014 al 4,10% en 2018, situándose en niveles cercanos al pleno empleo. Dentro de la zona euro, Alemania continuó su trayectoria de reducción del desempleo, descendiendo desde el 4,71% en 2014 hasta el 3,19% en 2018, consolidándose como la economía con menor tasa de desempleo del conjunto analizado. Grecia, aunque también redujo su desempleo desde el 26,65% en 2014 hasta el 19,74% en 2018, aunque manteniéndose en niveles excepcionalmente elevados muy por encima del resto de economías analizadas.

En la zona euro, la política expansiva tras la crisis ayudó a mejorar las condiciones de financiación y la recuperación económica, contribuyendo a una reducción gradual del desempleo. En Alemania, la reducción del desempleo respondió a la combinación del estímulo monetario del BCE, que contribuyó a mejorar las condiciones de financiación, y a la solidez estructural de su mercado laboral. En Grecia, a pesar de la mejora, los niveles siguieron siendo excepcionalmente elevados, reflejo de los desequilibrios acumulados durante la crisis que las medidas del BCE no pudieron compensar por sí solas. En el Reino Unido, la reducción del Bank Rate tras el Brexit en

2016 contribuyó a sostener la demanda interna y el empleo en un contexto de incertidumbre, con el desempleo reduciéndose hasta el 4,10% en 2018.

La política monetaria expansiva de ambos bancos centrales contribuyó a la recuperación del mercado laboral, aunque con diferencias relevantes. El Reino Unido logró reducir el desempleo hasta niveles cercanos al pleno empleo, resultado que refleja la mayor homogeneidad y flexibilidad de su mercado laboral, favorecida por la movilidad laboral interna, más que una superioridad institucional del modelo nacional. En la zona euro, la recuperación fue más lenta y heterogénea: mientras Alemania consolidó niveles muy reducidos, Grecia siguió registrando tasas excepcionalmente elevadas, evidenciando que las medidas del BCE no pudieron compensar los desequilibrios estructurales acumulados, en línea con lo que anticipa Mundell (1961) sobre las limitaciones de una política monetaria única aplicada a economías con mercados laborales estructuralmente muy diferentes.

Periodo 2019 – 2022:

Durante el periodo 2019–2022, el mercado laboral estuvo condicionado principalmente por la pandemia de COVID-19, que provocó un aumento temporal del desempleo en 2020, seguido de una recuperación más rápida de lo esperado en la mayoría de las economías.

Como se observa en el gráfico, el desempleo siguió una trayectoria en V: aumento en 2020 y recuperación rápida posterior. En la zona euro, el desempleo aumentó moderadamente del 7,55% en 2019 al 7,93% en 2020, reduciéndose hasta el 6,74% en 2022. En el Reino Unido, el impacto fue mínimo, con el desempleo pasando del 3,83% al 4,60% en 2020 y cerrando en el 3,80% en 2022. Dentro de la zona euro, Alemania mostró una resiliencia excepcional, con el desempleo apenas aumentando hasta el 3,63% en 2020 y reduciéndose hasta el 3,14% en 2022. Grecia continuó reduciendo su desempleo desde el 17,88% en 2019 hasta el 12,46% en 2022, aunque manteniéndose muy por encima del resto.

Las políticas expansivas de ambos bancos centrales contribuyeron a limitar el impacto de la pandemia sobre el desempleo. En la zona euro, el PEPP y las TLTRO III sostuvieron las condiciones de financiación, lo que junto con los programas fiscales de apoyo al empleo permitió contener el aumento del desempleo. En Alemania, el estímulo monetario combinado con mecanismos como el Kurzarbeit explica su excepcional resiliencia. En Grecia, el desempleo siguió reduciéndose, aunque más lentamente, reflejo de sus debilidades estructurales. En el Reino

Unido, la reducción del Bank Rate hasta el 0,10% y la ampliación del QE contribuyeron a mantener el desempleo en niveles muy reducidos durante todo el periodo.

Ambos bancos centrales fueron efectivos para limitar el impacto de la pandemia sobre el mercado laboral, logrando una recuperación del empleo más rápida de lo esperado. Sin embargo, esta efectividad se produjo en combinación con importantes apoyos fiscales, lo que dificulta aislar el efecto específico de la política monetaria. El Reino Unido mostró la mayor resiliencia, manteniendo el desempleo en niveles cercanos al pleno empleo. En la zona euro, la recuperación fue más heterogénea: Alemania mostró una resiliencia notable, mientras que Grecia, aunque mejoró significativamente, siguió registrando tasas muy elevadas, evidenciando las limitaciones de una política monetaria única para corregir desequilibrios estructurales profundos.

Periodo 2023 – actualidad:

Durante el periodo 2023–actualidad, el mercado laboral mostró una notable resiliencia en todas las economías analizadas, a pesar del endurecimiento monetario aplicado para contener la inflación, con el desempleo continuando su senda descendente o manteniéndose en niveles históricamente bajos.

Como se observa en el gráfico, el desempleo siguió reduciéndose en la mayoría de las economías. En la zona euro, descendió desde el 6,54% en 2023 hasta el 6,33% en 2025. En el Reino Unido, se mantuvo en niveles reducidos, aunque con una ligera tendencia al alza, pasando del 4,05% en 2023 al 4,83% en 2025. Dentro de la zona euro, Alemania registró un ligero aumento desde el 3,08% en 2023 hasta el 3,77% en 2025, aunque manteniéndose en niveles muy bajos. Grecia continuó su senda de mejora, reduciendo el desempleo desde el 11,08% en 2023 hasta el 8,89% en 2025, aunque siguiendo como la economía con mayor tasa de desempleo del conjunto analizado.

A pesar del endurecimiento monetario aplicado por ambos bancos centrales, el mercado laboral mostró una resiliencia notable. Esto sugiere que el impacto del endurecimiento monetario sobre el empleo fue más limitado de lo esperado, posiblemente debido al retardo de la transmisión de la política monetaria al mercado laboral y a la solidez de la demanda interna. En Alemania, el ligero aumento del desempleo desde el 3,08% hasta el 3,77% refleja el impacto de la desaceleración económica sobre su mercado laboral, aunque en niveles aún muy reducidos. En Grecia, la continuación de la reducción del desempleo evidencia que la mejora estructural de su mercado laboral fue más determinante que el endurecimiento monetario. En el Reino Unido, el ligero

aumento del desempleo hasta el 4,83% coincidió con el mantenimiento de tipos elevados, lo que sugiere cierta transmisión del endurecimiento monetario al mercado laboral, aunque de forma moderada.

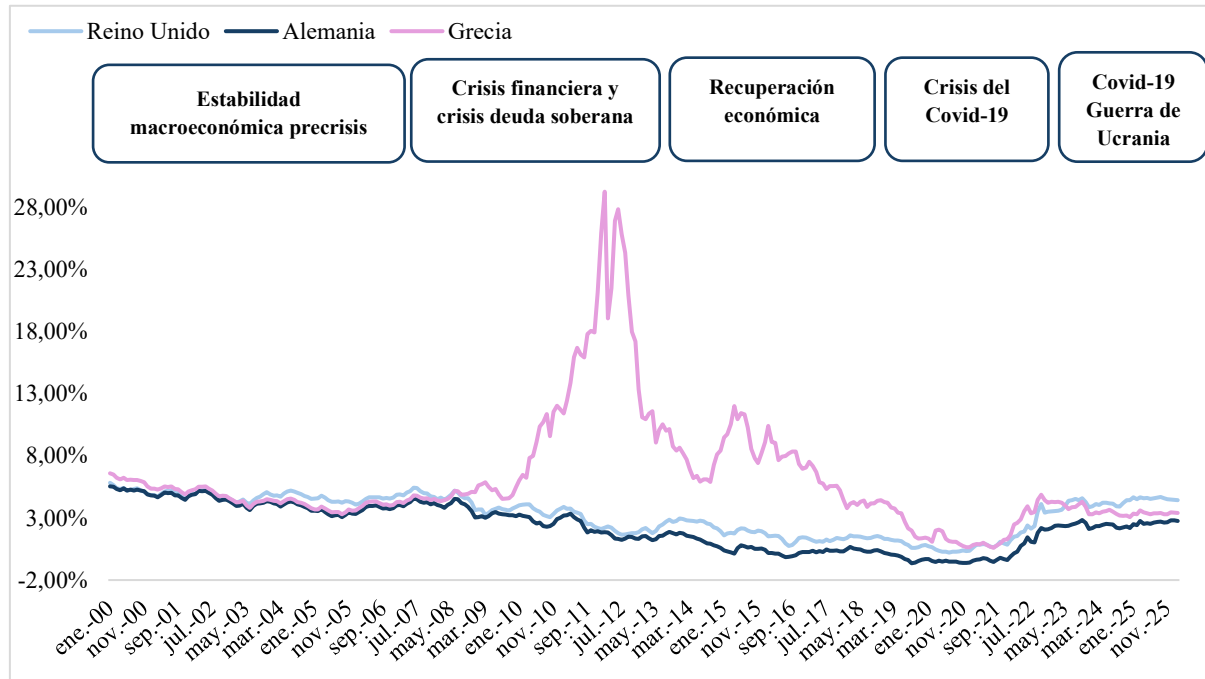
Los resultados de este periodo evidencian que el endurecimiento monetario de ambos bancos centrales logró contener la inflación sin generar un deterioro significativo del mercado laboral, lo que representa un resultado positivo en términos de efectividad. El BCE mostró una mayor capacidad para mantener el empleo estable durante el proceso de normalización, con el desempleo de la zona euro continuando su reducción gradual. El Banco de Inglaterra, en cambio, registró un ligero aumento del desempleo durante este periodo, aunque en niveles aún reducidos. En conjunto, ambos modelos lograron un equilibrio razonable entre la contención de la inflación y el mantenimiento del empleo, aunque las divergencias internas dentro de la zona euro, especialmente el contraste entre Alemania y Grecia, siguen evidenciando las limitaciones de una política monetaria única aplicada a economías con mercados laborales estructuralmente muy diferentes.

Variable de análisis: Rendimiento del bono soberano a 10 años en Alemania, Grecia y Reino Unido

El rendimiento del bono soberano a 10 años refleja el coste al que un gobierno se financia en los mercados y el nivel de confianza de los inversores en su economía. Una política monetaria expansiva debería traducirse en una reducción de los rendimientos, ya que al bajar los tipos mejora las condiciones financieras y refuerza la confianza en la economía. Por tanto, si los rendimientos bajan tras una política expansiva, la transmisión fue efectiva; si no responden o suben, sugiere que otros factores dominaron sobre la política monetaria.

Esta variable es especialmente relevante para el presente trabajo porque permite evaluar si las decisiones de política monetaria de cada banco central se transmitieron efectivamente a los mercados financieros y, en el caso del BCE, si esa transmisión fue homogénea entre sus miembros, comparando la evolución de los rendimientos de Alemania y Grecia. El gráfico 25 muestra la evolución mensual del rendimiento del bono soberano a 10 años de Alemania, Grecia y Reino Unido entre enero de 2000 y noviembre de 2025.

Gráfico 25: Evolución del rendimiento del bono soberano a 10 años en Alemania, Grecia y Reino Unido (%; enero 2000 – noviembre 2025)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Organisation for Economic Co-operation and Development (OCDE).

Periodo 2000 – 2007:

Durante el periodo 2000–2007, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años mostraron una tendencia general descendente y estable en las tres economías analizadas, en un contexto de estabilidad macroeconómica y política monetaria relativamente convencional.

Como se observa en el gráfico, los rendimientos de los tres países partieron de niveles similares en torno al 5,5-6,6% en 2000 y siguieron una trayectoria descendente hasta situarse en torno al 4-5% en 2007. Alemania y el Reino Unido mostraron una evolución muy similar durante todo el periodo, con rendimientos próximos entre sí. Grecia partió de niveles ligeramente superiores, en torno al 6,60% en enero de 2000, pero fue convergiendo progresivamente hacia los niveles de Alemania y el Reino Unido, situándose en torno al 4,50% en 2007, reflejando la confianza de los mercados en su incorporación a la zona euro y en la estabilidad de la unión monetaria.

En la zona euro, el BCE mantuvo tipos elevados en torno a comienzos del periodo, lo que coincidió con rendimientos relativamente altos tanto en Alemania como en Grecia. La posterior reducción del MRO entre 2001 y 2003 coincidió con una bajada de los rendimientos en ambas

economías, lo que sugiere una transmisión efectiva de la política expansiva a los mercados financieros. El mantenimiento de tipos bajos hasta 2005 coincidió con una estabilización de los rendimientos en niveles reducidos, y el posterior ciclo de subidas iniciado en diciembre de 2005 coincidió con un ligero repunte de los rendimientos hacia el final del periodo, lo que refleja una transmisión coherente y ordenada de las decisiones del BCE a los mercados. En el Reino Unido, la reducción del Bank Rate desde el 6% hasta el 3,5% entre 2001 y 2003 coincidió igualmente con una bajada de los rendimientos del bono británico, y las subidas posteriores hasta en 2007 coincidieron con un ligero repunte, lo que sugiere una transmisión efectiva de la política monetaria del Banco de Inglaterra a los mercados financieros.

Los resultados de este periodo sugieren que tanto el BCE como el Banco de Inglaterra lograron transmitir sus decisiones de política monetaria de forma efectiva a los mercados financieros, con los rendimientos respondiendo de forma coherente a los ciclos de tipos. Especialmente destacable es la convergencia de los rendimientos griegos hacia los niveles alemanes durante este periodo, lo que refleja que el BCE logró transmitir sus señales de forma relativamente homogénea entre sus miembros en un contexto de estabilidad financiera.

Periodo 2008 – 2013:

Como se ha analizado previamente, durante el periodo 2008–2013 los mercados financieros estuvieron marcados por la crisis financiera global y la posterior crisis de deuda soberana, que causaron una fuerte fragmentación financiera en la zona euro y refelejaron las limitaciones de una política monetaria única ante shocks asimétricos, con una gran divergencia entre los rendimientos de Alemania y Grecia.

Como se observa en el gráfico, hasta finales de 2008 los tres países mantenían rendimientos similares, en torno al 3,5–5%. A partir de 2009 las series divergieron de forma pronunciada. El bono alemán inició una senda descendente hasta el 1,30% en diciembre de 2011, consolidándose como activo refugio. El bono británico siguió una trayectoria similar, descendiendo hasta el 1,65% en diciembre de 2012. Grecia, por el contrario, experimentó una divergencia extrema, con el rendimiento escalando desde el 5,08% en enero de 2009 hasta el 29,24% en febrero de 2012, debido a los fuertes desequilibrios económicos del país y la fuerte incertidumbre financiera.

La política expansiva del BCE contribuyó a reducir los rendimientos alemanes, reflejando una transmisión efectiva en las economías más sólidas. Sin embargo, no logró contener el disparo de los rendimientos griegos, impulsados por el riesgo soberano y la desconfianza de los mercados

ante los desequilibrios fiscales del país. Sin embargo, la posterior moderación de los rendimientos griegos desde el 29,24% hasta el 8,66% a finales de 2013 respondió a la combinación del anuncio del OMT, los programas de ajuste fiscal y las compras del SMP (Hartmann & Smets, 2018). En el Reino Unido, la reducción del Bank Rate hasta el 0,5% y la introducción del QE contribuyeron a reducir los rendimientos del bono británico de forma efectiva y ordenada.

La divergencia extrema entre Alemania y Grecia refleja que las diferencias estructurales y fiscales entre los miembros de la zona euro limitaron la homogeneidad de la transmisión debido a las diferencias estructurales entre los países. En Alemania los rendimientos respondieron de forma coherente a la política expansiva, mientras que en Grecia las medidas del BCE comenzaron a surtir efecto a partir de 2012, con mayor retardo y en combinación con ajustes fiscales. El Banco de Inglaterra, logró una transmisión más uniforme y predecible.

Periodo 2014 – 2018:

Durante el periodo 2014–2018, los mercados financieros mostraron una recuperación progresiva tras la crisis de deuda soberana, con una reducción generalizada de los rendimientos en las tres economías analizadas. Este periodo estuvo condicionado por la política fuertemente expansiva del BCE y, en el caso del Reino Unido, por la incertidumbre generada por el Brexit.

Como se observa en el gráfico, los rendimientos siguieron una trayectoria descendente durante la mayor parte del periodo. El bono alemán llegó a terreno negativo en 2016, con un mínimo del -0,15% en julio, consolidando su papel de activo refugio. El bono griego experimentó la mayor reducción relativa, descendiendo desde el 6,38% en enero de 2014 hasta el 3,84% en diciembre de 2018, reflejando la recuperación gradual de la confianza de los mercados. El bono británico descendió hasta el 0,52% en agosto de 2016, antes de repuntar hasta el 1,26% a finales de 2018, debido principalmente a la incertidumbre asociada al Brexit y al inicio del ciclo de subidas de tipos del Banco de Inglaterra.

La fuerte política expansiva que llevó el BCE durante este periodo resultó efectiva, ya que contribuyó a reducir los rendimientos en toda la zona euro, con el bono alemán llegando a terreno negativo y el bono griego reduciéndose de forma significativa, lo que sugiere una transmisión más homogénea que en el periodo anterior. En Grecia, la reducción de los rendimientos desde el 6,38% hasta el 3,84% refleja que las medidas del BCE, combinadas con la mejora de la situación fiscal del país, contribuyeron a restablecer progresivamente la confianza de los mercados. En el Reino Unido, la caída del bono británico hasta el 0,52% respondió al recorte del Bank Rate hasta el

0,25% y la ampliación del QE, reflejando una transmisión efectiva. El posterior repunte de los rendimientos británicos respondió principalmente a factores vinculados al Brexit, más que a decisiones de política monetaria.

La reducción generalizada de los rendimientos tanto en Alemania como en Grecia sugiere que las medidas no convencionales contribuyeron a reducir la fragmentación financiera de forma más homogénea. No obstante, persiste una diferencia entre los rendimientos alemanes, que llegaron a terreno negativo, y los griegos, que se mantuvieron en torno al 4%, reflejando que la normalización fue más lenta en las economías más vulnerables. El Banco de Inglaterra mostró una transmisión efectiva, aunque condicionada en mayor medida por factores externos que por sus propias decisiones de política monetaria.

Periodo 2019 – 2022:

Durante el periodo 2019–2022, los mercados financieros estuvieron condicionados por la pandemia de COVID-19 y el posterior repunte inflacionario impulsado por la reapertura económica y la guerra en Ucrania. Ambos bancos centrales respondieron con políticas inicialmente expansivas y posteriormente restrictivas, lo que se reflejó de forma clara en la evolución de los rendimientos de los bonos soberanos.

Como se observa en el gráfico, en 2019 los rendimientos de los tres países se mantenían en niveles reducidos. Con el inicio de la pandemia en 2020, los rendimientos cayeron de forma generalizada, con el bono alemán profundizando en terreno negativo hasta el -0,65%, el bono británico descendiendo hasta el 0,06% y el bono griego reduciéndose hasta el 0,59% en enero de 2021, su nivel más bajo histórico. A partir de 2022, el repunte inflacionario provocó un disparo generalizado de los rendimientos, con el bono alemán pasando a terreno positivo hasta el 2,55%, el británico hasta el 3,96% y el griego hasta el 4,44% en diciembre de 2022.

Durante la pandemia, las políticas expansivas destinadas a sostener la economía contribuyeron a reducir los rendimientos de forma efectiva. En la zona euro, el PEPP con su mayor flexibilidad entre países fue especialmente relevante, ya que permitió al BCE intervenir de forma asimétrica para evitar la fragmentación financiera (Banco Central Europeo, 2020), lo que explica la reducción del bono griego hasta niveles históricamente bajos. En el Reino Unido, la reducción del Bank Rate hasta el 0,10% y la ampliación del QE contribuyeron igualmente a reducir los rendimientos del bono británico. Como se observa en el gráfico, a partir de 2022, se inicia un repunte generalizado de los rendimientos debido al endurecimiento monetario de ambos bancos centrales para controlar

la inflación del momento, lo que refleja una transmisión efectiva de las decisiones de política monetaria restrictiva a los mercados financieros.

Este periodo muestra una elevada efectividad de ambos bancos centrales en su transmisión a los mercados financieros, tanto en la fase expansiva como en la restrictiva. Especialmente destacable es la reducción del bono griego hasta niveles históricamente bajos durante la pandemia, que refleja la mejora en la fragmentación financiera dentro de la zona euro gracias a las medidas adoptadas. El Banco de Inglaterra mostró igualmente una transmisión efectiva y rápida en ambas fases del ciclo.

Periodo 2023 – actualidad:

Durante este periodo, los mercados financieros estuvieron marcados por un endurecimiento monetario y la posterior relajación gradual de ambos bancos centrales, a medida que la inflación fue moderándose. Los rendimientos de los bonos reflejaron de forma coherente estas dos fases del ciclo monetario.

Como se observa en el gráfico, los rendimientos se mantuvieron elevados durante 2023, iniciaron una moderación gradual a partir de 2024 coincidiendo con las bajadas de tipos, pero mostraron un ligero repunte hacia finales de 2025, reflejando la incorporación de nuevas incertidumbres por parte de los mercados. El bono alemán osciló entre el 2,30% y el 2,80% durante 2023–2024, moderándose hasta el 2,62% en diciembre de 2024 antes de repuntar hasta el 2,75% a finales de 2025. El bono británico se mantuvo persistentemente más elevado que el resto, oscilando entre el 3,85% y el 4,69% durante todo el periodo. El bono griego siguió la trayectoria más favorable, reduciéndose desde el 4,30% en enero de 2023 hasta el 3,30% en noviembre de 2025, convergiendo progresivamente hacia los niveles alemanes.

En la zona euro, el BCE elevó los tipos hasta su máximo en septiembre de 2023 e inició una relajación gradual a partir de junio de 2024, lo que se reflejó de forma coherente en los rendimientos: el mantenimiento de tipos elevados sostuvo los rendimientos durante 2023, mientras que las bajadas posteriores coincidieron con su moderación progresiva. El BCE mantuvo disponible el TPI para evitar fragmentación financiera, lo que contribuyó a que la convergencia entre los bonos alemán y griego continuara de forma ordenada. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra mantuvo el Bank Rate en el 5,25% hasta iniciar bajadas graduales en 2025, lo que se tradujo en una moderación más lenta de los rendimientos británicos, que se mantuvieron

persistentemente por encima del 4% durante gran parte del periodo, reflejando la mayor persistencia inflacionaria del Reino Unido.

Ambos bancos centrales lograron una transmisión efectiva a los mercados financieros, con los rendimientos respondiendo de forma coherente a los ciclos de tipos. En la zona euro, la convergencia progresiva del bono griego hacia los niveles alemanes refleja que el BCE mantuvo una transmisión relativamente homogénea durante la normalización, apoyado por la disponibilidad del TPI. El Banco de Inglaterra mostró igualmente una transmisión efectiva, aunque los rendimientos británicos se mantuvieron persistentemente más elevados, debido a la persistencia inflacionaria del Reino Unido.

3.4.2. Evaluación de resultados

Inflación:

El BCE demostró una mayor estabilidad estructural en términos agregados: mantuvo la inflación de la zona euro próxima al objetivo durante 2004-2007 y 2014-2018, y recondujo el fuerte repunte de 2022 hasta el 2,1% en 2025 sin desencadenar una recesión. Sin embargo, su principal limitación no reside en la política monetaria en sí misma, sino en la heterogeneidad estructural de las economías sobre las que opera. El contraste más ilustrativo es el de Alemania y Grecia durante la crisis de deuda soberana: mientras Alemania mantenía tasas moderadas, Grecia experimentó deflación severa del -1,40% en 2014, un efecto que ninguna decisión del BCE podía corregir simultáneamente para ambas economías. Este resultado es coherente con lo que anticipa Mundell (1961): una política monetaria única aplicada a economías con estructuras productivas y ciclos económicos heterogéneos genera inevitablemente respuestas asimétricas entre sus miembros.

El Banco de Inglaterra, al operar sobre una única economía, dispone de mayor capacidad de ajuste y precisión en la transmisión. Esta ventaja se refleja en su capacidad para reconducir la inflación de forma más ágil en condiciones normales. Sin embargo, esta flexibilidad quedó comprometida de forma recurrente por shocks externos que escapaban a su control: la depreciación de la libra tras el Brexit impulsó la inflación hasta el 2,8% en 2017, y el encarecimiento de la energía la elevó hasta el 11,1% en 2022, el nivel más alto entre las grandes economías avanzadas, frente al 8,4% de la zona euro ese mismo año. Este diferencial ilustra que el euro, respaldado por una economía de mayor dimensión y diversificación, amortigua mejor los shocks externos que una moneda nacional más expuesta a la volatilidad cambiaria, en línea con lo que argumentan Mundell (1961) y Kenen (1969) sobre las ventajas del respaldo colectivo de una unión monetaria.

En materia de inflación, por tanto, ninguno de los dos modelos es superior en términos absolutos. El BCE ofrece mayor estabilidad ante shocks externos gracias al respaldo colectivo del euro, pero genera efectos asimétricos internos por la heterogeneidad estructural de sus miembros. El Banco de Inglaterra puede ajustar su política con mayor precisión, pero su exposición a factores externos lo hace más vulnerable a episodios de volatilidad inflacionaria que escapan a su control. Cada modelo presenta ventajas en escenarios distintos, resultado que es coherente con las predicciones de la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas.

Transmisión crediticia:

El BCE mostró una evolución progresiva hacia una transmisión más ordenada a lo largo del periodo. Durante la pandemia, instrumentos como el PEPP y las TLTRO III permitieron sostener el flujo de crédito en todas las economías de la zona euro, y en el periodo 2023-actualidad el endurecimiento monetario se tradujo en una desaceleración gradual del crédito sin generar una contracción brusca, seguida de una recuperación progresiva coincidiendo con la relajación de tipos. Sin embargo, la fragmentación financiera derivada de la heterogeneidad de la zona euro siguió generando efectos asimétricos: durante la crisis de 2008-2013, el crédito se contrajo de forma extrema en Grecia, mientras Alemania mantenía condiciones de financiación relativamente favorables, evidenciando que la política monetaria única no alcanza a corregir desequilibrios estructurales profundos entre sus miembros, en línea con lo anticipado por Mundell (1961).

El Banco de Inglaterra, al operar sobre una economía sin fragmentación interna, logró una transmisión generalmente más uniforme. El QE y el Funding for Lending Scheme fueron efectivos para sostener el crédito durante la crisis financiera de 2008-2013, contribuyendo a la recuperación progresiva de la actividad económica. Sin embargo, la transmisión quedó condicionada en varias ocasiones por factores externos que escapaban al control de la política monetaria: la incertidumbre generada por el Brexit deprimió la inversión empresarial y con ella la demanda de crédito, limitando la efectividad del estímulo monetario independientemente de los tipos aplicados (Bloom & Chen, 2019). En el periodo más reciente, a pesar de la continuación del ciclo de relajación, el crédito al sector privado volvió a terreno negativo en los dos primeros trimestres de 2025, lo que sugiere que factores estructurales y de demanda interna siguieron dominando sobre las señales del banco central.

En materia de transmisión crediticia, el BCE presenta una mejora progresiva y una transmisión más ordenada en los periodos recientes, aunque con limitaciones estructurales persistentes

derivadas de la heterogeneidad de la zona euro. El Banco de Inglaterra, en cambio, muestra una transmisión generalmente más homogénea en términos agregados, pero con una mayor exposición a factores externos que escapan al control de la política monetaria: tanto la incertidumbre del Brexit como el impacto de la guerra en Ucrania y el encarecimiento de la energía limitaron la demanda de crédito de forma independiente a las decisiones del banco central, evidenciando la vulnerabilidad estructural del modelo nacional ante perturbaciones de origen externo

Mercado laboral:

En la zona euro, el BCE operó en un entorno estructuralmente complejo. El contraste entre Alemania, que redujo su desempleo hasta el 4,94% en 2013, y Grecia, donde llegó al 27,83% ese mismo año, ilustra el problema central que identifica Mundell (1961): sin mecanismos de ajuste como movilidad laboral entre países, una política monetaria única no puede responder a situaciones tan distintas al mismo tiempo. En los periodos más recientes, no obstante, el BCE logró sostener el empleo de forma más equilibrada, con el desempleo de la zona euro continuando su reducción incluso durante el endurecimiento monetario de 2023-2025.

El Banco de Inglaterra mantuvo el desempleo en niveles notablemente más bajos durante todo el periodo. Tras la crisis de 2008, se situó en el 7,6% en 2013, muy por debajo del 12,18% de la zona euro, y durante la pandemia apenas llegó al 4,6%, recuperándose rápidamente hasta el 3,8% en 2022. Sin embargo, esta ventaja no puede atribuirse únicamente al banco central: el mercado laboral británico presenta una mayor flexibilidad en movilidad laboral, lo que permite que la economía absorba los shocks con mayor rapidez independientemente de la política monetaria.

En materia de mercado laboral, el Banco de Inglaterra ofrece resultados más homogéneos, favorecidos por la estructura de su economía. El BCE muestra divergencias internas pronunciadas que pueden atribuirse a la falta de movilidad laboral entre países miembro.

Rendimiento del bono soberano a 10 años:

Durante el periodo 2000-2007, ambos bancos centrales lograron una transmisión efectiva y ordenada. Especialmente destacable fue la convergencia de los rendimientos griegos hacia los niveles alemanes, lo que refleja que en un contexto de estabilidad financiera el BCE fue capaz de transmitir sus señales de forma relativamente homogénea entre sus miembros. Sin embargo, la crisis de deuda soberana de 2010-2013 supuso la mayor ruptura de esa homogeneidad. La divergencia entre el rendimiento del bono alemán, que llegó a situarse en torno al 1,6%, y el

griego, que alcanzó niveles próximos al 29,24%%, fue la expresión más extrema del fallo de transmisión del BCE y puso en cuestión la propia viabilidad de la unión monetaria. En este contexto, el anuncio del programa OMT en 2012 logró estabilizar los mercados y reducir las primas de riesgo sin necesidad siquiera de activarse, lo que refleja una forma específica de eficacia: la credibilidad institucional del BCE fue suficiente para modificar las expectativas de los mercados y revertir la fragmentación financiera sin necesidad de intervención directa. En el periodo más reciente, la disponibilidad del TPI ha reforzado la reducción de la fragmentación monetaria.

El Banco de Inglaterra, en cambio, mantuvo una transmisión coherente y estable a lo largo de todo el periodo, sin episodios de fragmentación interna al operar sobre un único mercado de deuda. Los rendimientos del bono británico respondieron de forma predecible a los ciclos de tipos en la mayoría del periodo, aunque en ocasiones estuvieron influenciados por factores externos como la incertidumbre del Brexit o las tensiones energéticas, que introdujeron volatilidad difícilmente controlable mediante política monetaria.

En esta variable, el BCE presenta un historial más complejo, con episodios de fragmentación severa pero también con una capacidad de respuesta institucional notable que ha mejorado progresivamente. El Banco de Inglaterra ofrece una transmisión más estable y predecible a lo largo de todo el periodo, favorecida por la homogeneidad de su mercado financiero interno.

3.4.3. Valoración del modelo más efectivo

Tras el análisis comparativo realizado a lo largo del periodo 2000-2025, es posible dar respuesta a la pregunta de investigación del presente trabajo: ¿qué modelo de política monetaria resulta más efectivo para alcanzar un crecimiento sostenible y cumplir los objetivos macroeconómicos?

La evidencia analizada a través de las cuatro variables seleccionadas (inflación, crédito al sector privado, mercado laboral y rendimiento del bono soberano) muestra que ninguno de los dos modelos es superior en términos absolutos. Las limitaciones observadas en cada uno no responden a un fallo institucional, sino a factores estructurales que condicionan su capacidad de actuación y que escapan al control directo del banco central. La efectividad de cada modelo depende del entorno estructural en el que opera y del tipo de shock al que se enfrenta, resultado que es coherente con las predicciones de la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas desarrollada por Mundell (1961), McKinnon (1963) y Kenen (1969).

El BCE ante shocks asimétricos internos

El análisis demuestra que las principales limitaciones del BCE no derivan de una política monetaria inefectiva, sino de la heterogeneidad estructural de las economías sobre las que opera. El contraste más ilustrativo es el de Alemania y Grecia durante la crisis de deuda soberana: mientras Alemania reducía su desempleo hasta el 4,94% en 2013 y mantenía condiciones de financiación favorables, Grecia registraba un desempleo del 27,83%, una contracción del crédito del -9,25% y un rendimiento del bono soberano del 29,24%. Una misma política monetaria generó efectos radicalmente distintos en ambas economías, no porque el BCE fallara, sino porque carecía de los mecanismos de ajuste alternativos que identifican Mundell (1961) y Kenen (1969) como condiciones necesarias para el correcto funcionamiento de una unión monetaria: sin movilidad laboral, los trabajadores griegos desempleados no pudieron desplazarse hacia economías con mayor demanda de empleo; y sin transferencias fiscales automáticas, no existía un presupuesto común que absorbiera parte del shock mediante mayor gasto, subsidios de desempleo o menor recaudación. En ausencia de ambos mecanismos, el BCE quedó como único instrumento de estabilización disponible para una situación que requería mucho más que política monetaria.

Sin embargo, cuando el BCE dispuso de los instrumentos adecuados, demostró una capacidad de respuesta notable. El anuncio del OMT en 2012 estabilizó los mercados y redujo las primas de riesgo sin necesidad siquiera de activarse. Su mera credibilidad institucional fue suficiente para revertir la fragmentación financiera, algo que ningún banco central nacional puede replicar a esa escala. A lo largo del periodo analizado, el BCE desarrolló además una capacidad de adaptación progresiva mediante instrumentos no convencionales que mejoraron la homogeneidad de la transmisión y reforzaron la estabilidad del conjunto de la zona euro.

El BoE ante shocks externos

El Banco de Inglaterra, al operar sobre una economía homogénea con un único mercado laboral, sistema financiero y ciclo económico, logró una transmisión más uniforme y predecible en condiciones normales. Esta ventaja se refleja en los datos: el desempleo nunca superó el 8,13% durante la crisis de 2008-2013, la transmisión del crédito fue más homogénea y los rendimientos del bono soberano respondieron de forma ordenada a los ciclos de tipos durante la mayor parte del periodo.

Sin embargo, esta ventaja quedó comprometida de forma recurrente por shocks externos que escapaban al control de la política monetaria. La depreciación de la libra tras el Brexit impulsó la

inflación hasta el 2,8% en 2017, y el encarecimiento de la energía la elevó hasta el 11,1% en 2022, frente al 8,4% de la zona euro ese mismo año. Este diferencial revela una limitación estructural del modelo nacional: al operar con su propia moneda y fuera de una unión monetaria de mayor dimensión, el Banco de Inglaterra carece del respaldo colectivo que amortigua mejor los shocks externos, quedando más expuesto a la volatilidad cambiaria y a la inflación importada que escapan a su control (Mundell, 1961; Kenen, 1969).

Respuesta a la pregunta de investigación

La respuesta a la pregunta de investigación es que ningún modelo es superior en términos absolutos. El BCE ofrece mayor capacidad de respuesta colectiva ante shocks externos gracias al tamaño y respaldo del euro, pero sus limitaciones son estructurales: la ausencia de movilidad laboral e integración fiscal entre sus miembros dificulta que una política única genere resultados homogéneos en economías tan distintas, tal y como anticipa Mundell (1961). El Banco de Inglaterra transmite su política con mayor precisión y uniformidad gracias a la homogeneidad de su economía, pero queda más expuesto cuando los shocks provienen del exterior, al carecer del respaldo colectivo que otorga una unión monetaria de mayor dimensión.

4. Conclusiones y recomendaciones

4.1. Conclusiones y limitaciones de estudio

El presente trabajo tenía como objetivo analizar qué modelo de política monetaria resulta más efectivo para alcanzar un crecimiento sostenible y cumplir los objetivos macroeconómicos: el de un banco central nacional, representado por el Banco de Inglaterra, o el de un banco central supranacional, representado por el Banco Central Europeo.

Tras el análisis comparativo del periodo 2000-2025, la conclusión principal es que ninguno de los dos modelos es superior en términos absolutos. Las limitaciones de cada uno no derivan de un fallo institucional, sino de factores estructurales que escapan al control directo del banco central: el BCE enfrenta los desafíos de gestionar una política única para economías heterogéneas sin los mecanismos de ajuste que identifica la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas, mientras que el Banco de Inglaterra opera con una moneda más expuesta a shocks externos sin el respaldo colectivo de una unión monetaria de mayor dimensión. La efectividad de cada modelo depende, por tanto, del entorno estructural en el que opera y del tipo de shock al que se enfrenta.

No obstante, el trabajo presenta una serie de limitaciones que conviene señalar. En primer lugar, el análisis se centra en dos casos representativos: el BCE y el Banco de Inglaterra, y en dos economías concretas dentro de la zona euro: Alemania y Grecia, lo que limita la capacidad de generalizar los resultados al conjunto de modelos de política monetaria existentes. La elección de Grecia como caso de estudio dentro de la zona euro, si bien justificada por su carácter ilustrativo, introduce un sesgo hacia los efectos más extremos de la política monetaria única, que no son representativos de la experiencia media de los países miembros.

En segundo lugar, el análisis de las variables seleccionadas no permite aislar con precisión el efecto específico de la política monetaria de otros factores que inciden simultáneamente sobre la actividad económica, como la política fiscal, las reformas estructurales o los shocks externos, lo que dificulta establecer relaciones de causalidad estrictas.

En cuanto a las líneas futuras de investigación, sería de interés ampliar el análisis a otros bancos centrales nacionales de economías avanzadas, como la Reserva Federal o el Banco de Japón, con el fin de contrastar si las conclusiones obtenidas se mantienen en contextos institucionales y estructurales diferentes. Asimismo, un análisis más detallado del papel de la política fiscal como complemento de la política monetaria en la zona euro podría ayudar a determinar si una mayor integración fiscal entre los países miembros contribuiría a reducir los efectos asimétricos identificados en este trabajo.

4.2.Recomendaciones de política monetaria

La principal limitación identificada en el BCE no es de naturaleza monetaria, sino estructural: la ausencia de mecanismos de ajuste alternativos entre los países miembros amplifica los efectos asimétricos de la política monetaria única.

Como señalan Mundell (1961) y Kenen (1969), una unión monetaria funciona de forma más eficiente cuando está acompañada de movilidad laboral e integración fiscal entre sus miembros, como es el caso de la política federal fiscal norteamericana. En Estados Unidos, cuando un estado sufre un shock económico, el gobierno federal transfiere recursos automáticamente a través del sistema fiscal común, mediante mayor gasto federal, subsidios de desempleo o menor recaudación impositiva, lo que amortigua el impacto sin que la política monetaria tenga que cargar sola con el ajuste (Sala-i-Martin & Sachs, 1992).

En la zona euro, este mecanismo no existe de forma equivalente: cada país gestiona su propia política fiscal de forma independiente, y ante un shock asimétrico como el que sufrió Grecia durante la crisis de deuda soberana, el BCE se convirtió en el único instrumento de estabilización común disponible, asumiendo un papel que en condiciones óptimas debería compartir con una política fiscal coordinada a nivel europeo. Por ello, avanzar hacia una mayor integración fiscal en la zona euro, con mecanismos automáticos de transferencia entre economías y un presupuesto común de mayor dimensión, no solo aliviaría la presión sobre el BCE, sino que mejoraría de forma estructural la efectividad del modelo supranacional en su conjunto.

Por otro lado, a lo largo del periodo analizado el BCE ha demostrado que cuando dispone de los instrumentos adecuados su política monetaria es efectiva incluso en contextos de elevada fragmentación financiera. Sin embargo, instrumentos como el OMT, las TLTRO, el APP o el PEPP surgieron como respuestas a crisis concretas, lo que generó incertidumbre sobre su alcance y condiciones de activación. Se recomienda, por tanto, consolidarlos como parte permanente del marco operativo del BCE, dotándolos de criterios de activación claros y predecibles. La experiencia del OMT ilustra con claridad el valor de esta recomendación: su simple anuncio fue suficiente para estabilizar los mercados sin necesidad de activarse, lo que demuestra que la credibilidad de disponer de estos instrumentos es en sí misma un mecanismo de estabilización. El TPI representa un paso en esta dirección, pero consolidar y ampliar este enfoque mejoraría la transmisión de la política monetaria entre los países miembros y reforzaría la credibilidad institucional del BCE a largo plazo.

5. Referencias

- Banco Central Europeo. (2002). *Informe Anual 2001*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2001en.pdf>
- Banco Central Europeo. (2003). *Informe Anual 2002*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2002en.pdf>
- Banco Central Europeo. (2004). *Informe Anual 2003*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2003en.pdf>
- Banco Central Europeo. (2007). *Informe Anual 2006*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2006en.pdf>
- Banco Central Europeo. (2009, 13 de julio). *The ECB's enhanced credit support* [Discurso de Jean-Claude Trichet]. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>

Banco Central Europeo. (2010). *Informe Anual* 2009. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009es.pdf>

Banco Central Europeo. (2013). *Informe Anual* 2012. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012en.pdf>

Banco Central Europeo. (2014). *Informe Anual* 2013. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013en.pdf>

Banco Central Europeo. (2015). *Informe Anual* 2014. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014es.pdf>

Banco Central Europeo. (2016). *Informe Anual* 2015. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015es.pdf>

Banco Central Europeo. (2016, 10 de marzo). *Decisiones de política monetaria* [Nota de prensa]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.es.html>

Banco Central Europeo. (2017). *Informe Anual* 2016. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016es.pdf>

Banco Central Europeo. (2018). *Informe Anual* 2017. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.es.pdf>

Banco Central Europeo. (2019). *Informe Anual* 2018. <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ar2018~d08cb4c623.es.html>

Banco Central Europeo. (2020). *Informe Anual* 2019. <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ar2019~c199d3633e.es.html>

Banco Central Europeo. (2020, 18 de marzo). *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)* [Nota de prensa]. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

Banco Central Europeo. (2021). *Informe Anual* 2020. <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ar2020~4960fb81ae.es.html>

Banco Central Europeo. (2022). *Informe Anual* 2021. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2021~14d7439b2d.en.pdf>

Banco Central Europeo. (2023). *Informe Anual* 2022. <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.es.html>

Banco Central Europeo. (2024). *Informe Anual* 2023. <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2023~d033c21ac2.es.html>

Banco Central Europeo. (2025). *Informe Anual* 2024. <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2024~8402d8191f.es.html>

Banco Central Europeo. (2025, 18 de diciembre). *Decisiones de política monetaria* [Nota de prensa]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.mp251218~58b0e415a6.es.html>

Banco Central Europeo. (2025). *Objetivo de estabilidad de precios*. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/tasks/monpol/html/index.es.html>

Banco Central Europeo. (s. f.). *Implementación de la política monetaria*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.es.html>

Banco Central Europeo. (s. f.). *Tipos de interés oficiales del BCE*. https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.es.html

Banco Central Europeo. (s. f.). *Préstamos ajustados a sociedades no financieras de la zona euro: tasa de crecimiento anual* [Conjunto de datos]. Portal de Datos del BCE. <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/BSI/BSI.M.U2.N.A.A20T.A.I.U2.2240.Z01.A>

Banco Central Europeo. (s. f.). *Total activos/pasivos del Eurosistema* [Conjunto de datos]. Portal de Datos del BCE. <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/BSI/BSI.M.U2.N.C.T00.A.1.Z5.0000.Z01.E>

Banco Central Europeo. (s. f.). *Tipos de interés a largo plazo: bonos soberanos a 10 años* [Conjunto de datos]. Portal de Datos del BCE. <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/IRS/IRS.M.I9.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z>

Banco de España. (s. f.). *¿Qué es un banco central?* <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/preguntas-frecuentes/politica-monetaria-y-estabilidad-precios/que-es-banco-central.html>

Banco de España. (s. f.). *¿Qué son las facilidades permanentes?* <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/tipos-interes-bce/que-son-las-facilidades-permanentes-.html>

Bank for International Settlements. (s. f.). *Credit to the non-financial sector* [Conjunto de datos]. BIS Data Portal. https://data.bis.org/topics/TOTAL_CREDIT/data

Bank of England. (2003). *Annual Report 2003*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2003/boe-2003.pdf>

Bank of England. (2006). *Annual Report 2006*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2006/boe-2006.pdf>

Bank of England. (2007). *Annual Report 2007*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2007/boe-2007.pdf>

Bank of England. (2010). *Annual Report 2010*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2010/boe-2010.pdf>

Bank of England. (2012). *Annual Report 2012*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2012/boe-2012.pdf>

Bank of England. (2013). *Annual Report 2013*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2013/boe-2013.pdf>

Bank of England. (2015). *Annual Report 2015*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2015/boe-2015.pdf>

Bank of England. (2017). *Annual Report 2017*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2017/boe-2017.pdf>

Bank of England. (2019). *Monetary Policy Report — November 2019: In focus — Uncertainty and Brexit*. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2019/november-2019/in-focus-uncertainty-and-brexid>

Bank of England. (2020). *Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs (TFSME): Market Notice*. <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2020/term-funding-scheme-market-notice-mar-2020>

Bank of England. (2021). *Annual Report and Accounts 2021*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2021/boe-2021.pdf>

Bank of England. (2022). *Covid Corporate Financing Facility (CCFF): Annual Report and Accounts 2021–2022*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2022/ccff-annual-report-2021-22.pdf>

Bank of England. (2023). *Annual Report and Accounts 2023*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2023/boe-2023.pdf>

Bank of England. (2023). *Monetary Policy Report: February 2023*. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2023/february-2023>

Bank of England. (2025). *Quantitative easing*. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing>

Bank of England. (s. f.). *Official Bank Rate* [Conjunto de datos]. Bank of England Statistical Interactive Database. <https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/Rates.asp>

Bank of England. (s. f.). *Exchange rates* [Conjunto de datos]. Bank of England Database. <https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/>

Bank of Greece. (2025, 19 de junio). *The Bank of Greece Report on Monetary Policy 2024–2025*. <https://www.bankofgreece.gr/en/news-and-media/press-office/news-list/news?announcement=6b0b3fd6-faf6-474b-88a3-06f75b40e0dc>

- Bloom, N., & Chen, S. (2019). *Brexit: A near-ideal natural experiment in the costs of deglobalization* (NBER Working Paper No. 26218). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w26218>
- Burriel, P., & Galesi, A. (2018). Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries. *European Economic Review*, *101*, 210–229. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2017.10.007>
- Camous, A., & Matveev, D. (2023). The central bank strikes back! Credibility of monetary policy under fiscal influence. *The Economic Journal*, *133*(649), 1–29. <https://doi.org/10.1093/ej/ueac055>
- Chugunov, I., Pasichnyi, M., Koroviy, V., Kaneva, T., & Nikitishin, A. (2021). Fiscal and monetary policy of economic development. *European Journal of Sustainable Development*, *10*(1), 42–52. <https://doi.org/10.14207/ejsd.2021.v10n1p42>
- Draghi, M. (2019, 29 de marzo). *Heterogeneity and the ECB's monetary policy* [Discurso]. Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190329~da3110cea9.en.html>
- Dustmann, C., Fitzenberger, B., Schönberg, U., & Spitz-Oener, A. (2014). From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy. *Journal of Economic Perspectives*, *28*(1), 167–188. <https://doi.org/10.1257/jep.28.1.167>
- Eijffinger, S. C. W., & Schaling, E. (1992). *Central bank independence: Criteria and indices* (Research Memorandum FEW 548). Tilburg University. <https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/741870/MEMORAN548.PDF>
- Eurostat. (s. f.). *HICP — inflation rate* (tec00118) [Conjunto de datos]. Comisión Europea. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00118/default/table>
- Federal Reserve History. (s. f.). *Great Recession and its aftermath*. <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-recession-and-its-aftermath>
- Funke, M., & Terasa, R. (2022). Has Germany's temporary VAT rates cut as part of the COVID-19 fiscal stimulus boosted growth? *Journal of Policy Modeling*, *44*(2), 450–473. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2022.01.004>
- Hartmann, P., & Smets, F. (2018). The first twenty years of the European Central Bank: Monetary policy (ECB Working Paper Series No. 2219). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2219.en.pdf>
- International Labour Organization. (2011). *Germany: A job-centred approach*. https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/documents/publication/wcms_159417.pdf

- International Monetary Fund. (2002). *World Economic Outlook: Recessions and recoveries*. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>
- Issing, O. (2002). Monetary policy in a world of uncertainty. *Économie Internationale*, 92, 165–180. <https://cepii.fr/IE/rev92/rev92issing.pdf>
- Jordán Galduf, J. M. (2003). *Política económica: Fundamentos, objetivos e instrumentos*. Tirant lo Blanch.
- Joyce, M., Tong, M., & Woods, R. (2011). The United Kingdom's quantitative easing policy: Design, operation and impact. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2011(Q3). [Bank of England Quarterly Bulletin 2011 Q3](#)
- Kenen, P. B. (1969). The theory of optimum currency areas: An eclectic view. En R. A. Mundell y A. K. Swoboda (Eds.), *Monetary problems of the international economy* (pp. 41–60). University of Chicago Press.
- Malo de Molina, J. L. (2013). La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis. *Boletín Económico*, julio-agosto 2013. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Jul/Fich/be1307-art5.pdf>
- McKinnon, R. I. (1963). Optimum currency areas. *The American Economic Review*, 53(4), 717–725. <http://digamo.free.fr/mckinnon63.pdf>
- National Bank of Greece. (2024). *Inflation 2024: Key trends and outlook*. <https://www.nbg.gr/en/group/studies-and-economic-analysis/reports/inflation-2024>
- Mishkin, F. S. (1996). *The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy* (NBER Working Paper No. 5464). National Bureau of Economic Research. [The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy | NBER](#)
- Mishkin, F. S. (2011). *Monetary policy strategy: Lessons from the crisis* (NBER Working Paper No. 16755). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w16755>
- Mishkin, F. S., & Serletis, A. (2011). *The economics of money, banking and financial markets* (4.^a ed. canadiense). Pearson Canada.
- Mudge, S. L., & Vauchez, A. (2022). Dependence on independence: Central bank lawyers and the (un)making of the European economy. *HAL Open Science*. <https://hal.science/hal-03913667>
- Mundell, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657–665. <https://www.aeaweb.org/aer/top20/51.4.657-665.pdf>
- OCDE. (s. f.). *Unemployment rates* [Conjunto de datos]. OECD Data Explorer. <https://data-explorer.oecd.org>

OCDE. (s. f.). *Long-term interest rate on government bonds* [Conjunto de datos]. OECD Data Explorer. <https://data-explorer.oecd.org>

Office for National Statistics. (2018). *Consumer price inflation, UK: December 2017*. <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/december2017>

Office for National Statistics. (2022, 24 de mayo). *GDP and events in history: How the COVID-19 pandemic shocked the UK economy*. <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/articles/gdpandeventsinhistoryhowthehecovid19pandemicshockedtheukeconomy/2022-05-24>

Office for National Statistics. (s. f.). *Consumer price inflation time series (L55O)* [Serie temporal]. <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/timeseries/l55o/mm23>

Ruzzene, A. (2014). *Using case studies in social sciences: A methodological reflection* [Tesis doctoral]. Erasmus University Rotterdam.

Sachs, J., & Sala-i-Martin, X. (1992). Fiscal federalism and optimum currency areas: Evidence for Europe from the United States. En M. B. Canzoneri, V. Grilli y P. R. Masson (Eds.), *Establishing a central bank: Issues in Europe and lessons from the US* (pp. 195–219). Cambridge University Press. [Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe From the United States | NBER](#)

Thomsen, P. M. (2019, 2 de octubre). *The IMF and the Greek crisis: Myths and realities* [Discurso]. Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/10/02/sp100219-The-IMF-and-the-Greek-Crisis-Myths-and-Realities>

White, W. (2006). *Is price stability enough?* (BIS Working Paper No. 205). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work205.pdf>

World Bank. (s. f.). *GDP growth (annual %)* [Conjunto de datos]. World Development Indicators. [GDP growth \(annual %\) | Data](#)