

**UNIVERSIDAD MIGUEL
HERNÁNDEZ**
**FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES Y
JURÍDICAS**
TRABAJO FIN DE GRADO DE ADE



Título del Trabajo Fin de Grado: Política monetaria del Banco Central Europeo durante la crisis de la COVID-19.

AUTOR: LÓPEZ DE LA TORRE BARGUEÑO, TAMARA

TUTOR: LÓPEZ SANCHEZ, MARIA JOSÉ

Curso académico 2025- 2026

Índice de contenidos

Presentación y motivación del tema elegido.	3
1. Introducción del euro. El Eurosistema.	4
2. Escenario de precios pre pandemia.	7
3. La economía de la COVID.	9
4. Instrumentos de política monetaria.	23
5. Medidas de Política Monetaria no convencionales: respuesta del BCE en momentos excepcionales.	32
6. La respuesta monetaria del BCE ante el Coronavirus.	37
7. Respuesta del mercado financiero y de la economía a corto plazo de las políticas monetarias expansivas del BCE.	41
Conclusiones.	49



Presentación y motivación del tema elegido.

El año 2020 quedó marcado por la irrupción del Coronavirus: un evento que desde la Segunda Guerra Mundial ha sido considerado como la peor recesión económica vivida a nivel global. Las medidas sanitarias de obligado cumplimiento adoptadas en el primer cuatrimestre del año y orientadas para evitar la propagación de la COVID-19, supuso la restricción de movilidad y cierre de fronteras lo que provocó un parón generalizado en la actividad económica mundial.

La rápida propagación del virus impidió que los mercados y la economía se estabilizasen como se esperaba inicialmente, lo que derivó en un escenario de gran incertidumbre, la propagación no solo afectó a la salud global, sino también a los precios, la productividad y el empleo. Ante esta situación y su magnitud, las autoridades se vieron obligadas a adoptar medidas excepcionales nunca vistas para mitigar las consecuencias. Dichas políticas se centraron en impulsar la economía con inyección de liquidez y compra de activos para contrarrestar los cierres de fronteras y confinamientos obligados por la crisis de la pandemia de la COVID.

En el siguiente análisis, examinaré los efectos de la COVID-19, las medidas lanzadas por el Banco Central Europeo (BCE), y su impacto en la zona euro. El interés por este tema surge de la necesidad de comprender hasta qué punto las decisiones adoptadas por el BCE durante la pandemia explican los desafíos posteriores a los que se ha enfrentado la economía, especialmente en inflación y heterogeneidad de países de la zona euro.

El estudio se estructura en varias partes: en primer lugar, se introduce al papel del euro y el Eurosistema, con el objetivo de comprender quién toma las decisiones y cómo estas afectan al conjunto de la economía de la zona euro. A continuación, se analiza el escenario económico y de precios previo a la pandemia y las previsiones del BCE antes de la llegada del confinamiento,

Seguidamente, se aborda el impacto de la COVID-19 a nivel global, con atención a economías clave como Estados Unidos y el comercio chino, así como las políticas adoptadas en dichas regiones.

Posteriormente se analiza en profundidad las políticas monetarias adoptadas por la zona euro en respuesta a la crisis y sus consecuencias a corto y medio plazo, Finalmente, se exponen los efectos a largo plazo de estas políticas expansivas y los problemas heredados, así como las políticas siguientes que se han implementado para mitigar las secuelas de la crisis.

El objetivo de este trabajo es poner en relieve la importancia de la estabilidad económica para el funcionamiento del sistema económico, y cómo esta estabilidad es dada por las instituciones y sus políticas monetarias, buscando los posibles límites de actuación. Asimismo, se subraya la necesidad de que dichas políticas deben combinarse con políticas fiscales, sociales y laborales adecuadas, y un sistema financiero ágil y competitivo.

Agradezco a mi tutora su disponibilidad y disposición para orientarme a lo largo de las distintas etapas de elaboración de este trabajo.

1. Introducción del euro. El Eurosistema.

Creado el 1 de enero de 1999, el Eurosistema constituye la autoridad monetaria de la zona euro¹. Su creación es fruto de la necesidad de consolidación en un mercado único más eficiente, reduciendo costes de transacción derivados de los distintos tipos de cambio y fortalecer la posición de Europa en el sistema financiero internacional. El euro ha pasado, desde el comienzo de su circulación física en 2002 a ser la segunda divisa más utilizada a nivel mundial, siendo pilar fundamental en la estabilidad económica en la zona euro.

El conjunto institucional encargado de gestionar y ejecutar la política monetaria común es el Eurosistema, compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los 19 bancos centrales nacionales de los países de la eurozona (Sistema Europeo de Bancos Centrales, SEBC²).

¹ Actualmente el Euro es la moneda oficial de 20 países: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal. Fuente: [Países que utilizan el euro | Unión Europea](#)

² El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de los países miembros de la Unión Europea. El SEBC tiene la responsabilidad de implementar la política monetaria en la zona euro y de velar por la

El objetivo principal del BCE, según el artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, es mantener la estabilidad de precios, definida como una tasa de inflación inferior y próxima al 2%; Esta estabilidad de precios es la considerada para el mantenimiento y crecimiento económico sostenido a medio plazo, la creación de empleo y preservación del poder adquisitivo.

Para alcanzar sus objetivos, el BCE se vale de diversas herramientas y estrategias para influir en la economía de la zona euro y cumplir con su misión, de las que se pueden destacar³:

1- Política Monetaria: siendo ésta su tarea principal. No sólo implica mantener la inflación estable, sino mantenerla en torno a un 2% a medio plazo, que es el nivel considerado adecuado para mantener un crecimiento económico a nivel general.

2- Emisión de Moneda: el BCE es la única entidad autorizada para emitir billetes de euro por lo que gestiona la cantidad de dinero en circulación, contribuyendo a mantener la integridad y la confianza en la moneda única.

3- Operaciones de Mercado Abierto: a través de la compra y venta de activos financieros, el BCE regula la oferta monetaria y las tasas de interés. Esta herramienta es fundamental para mantener la liquidez en el sistema financiero, garantizando así su estabilidad.

4- Gestión de Reservas de Divisas: el BCE es responsable de administrar las reservas oficiales de divisas de los países de la zona euro. Esta función contribuye al equilibrio del euro en los mercados internacionales.

estabilidad de los precios, uno de sus principales objetivos según el Tratado de la Unión Europea. Para más detalles, ver "The European System of Central Banks and the European Central Bank", European Central Bank, 2019

³ Más detalles en: Funciones del Eurosistema. Fuente: [Funciones del SEBC/Eurosistema - Banco de España](#)

5- Supervisión Bancaria: En el marco del Mecanismo Único de Supervisión (MUS⁴), el BCE se encarga de supervisar a los bancos más grandes de la eurozona, asegurando su solidez y estabilidad, lo cual es esencial para el buen funcionamiento del sistema financiero europeo.

6- Análisis Económico: El BCE realiza un seguimiento y estudio constante de los principales indicadores económicos, como el crecimiento, previsiones, empleo e inflación, y así poder tomar decisiones que garanticen la consistencia económica y financiera de la zona.

7- Colaboración con Bancos Centrales Nacionales: A través de su estrecha colaboración con los bancos centrales de cada país de la eurozona, el BCE asegura que las políticas monetarias se implementen de manera efectiva y adecuada en cada uno de los estados miembros.

8- Promoción de la Estabilidad Financiera: El BCE participa activamente en la mitigación de riesgos respondiendo ante situaciones que pudieran poner en peligro la estabilidad financiera de la zona euro.

El diseño institucional del Eurosistema combina la independencia del BCE con una necesaria coordinación con las autoridades nacionales y resto de bancos centrales. Esta independencia resulta pilar fundamental para proteger la política monetaria y evitar que las decisiones tomadas se vean influenciadas por intereses políticos o presiones externas. No obstante, el BCE tiene un compromiso firme con la transparencia e informa a las autoridades del Parlamento y Consejo Europeo sobre las decisiones y perspectivas económicas.

Entender cómo está organizado el Eurosistema, sus funciones y de qué manera actúa es esencial para analizar las decisiones que se tomaron durante la crisis de la COVID- 19.

⁴ El Mecanismo Único de Supervisión está integrado por el Banco Central Europeo, y las autoridades supervisoras nacionales de los países participantes. Su función es garantizar la seguridad y estabilidad del sistema bancario europeo, reforzando la integración y estabilidad financiera. Fuente: [Quiénes somos](#)

2. Escenario de precios pre pandemia.

El año 2019 dejó un escenario económico en la zona euro marcado por un crecimiento moderado y una clara desaceleración respecto a años anteriores. Según las proyecciones elaboradas por el Banco Central Europeo (BCE, 2019) se muestra una debilidad en la industria manufacturera y sectores exportadores, la caída en el crecimiento económico estaba principalmente vinculada a factores globales como la incertidumbre derivada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China que afectaba a la competitividad de la zona euro y la falta de recuperación sostenida en la demanda externa.

En este término, el BCE , mantenía una política monetaria expansiva con tipos de interés negativos y un programa de compra de activos, conocido como Quantitative Easing (QE⁵), con el fin de estimular la demanda interna y alcanzar su objetivo de inflación cercano al 2%.

A nivel global, la economía experimentaba una desaceleración generalizada, con un crecimiento más bajo de lo esperado en economías clave como China y EEUU, lo que afectaba la dinámica del comercio internacional. Las tensiones comerciales eran un riesgo importante que hacían tope sobre las previsiones de crecimiento, no solo en Europa, sino en todo el mundo. Además, a esta incertidumbre se sumaba el recién Brexit ⁶que dificultaba la estabilidad económica en la zona euro dada la interdependencia que había con Reino Unido.

⁵ El programa de compra de activos, conocido como Quantitative Easing (QE), fue implementado por el Banco Central Europeo (BCE) a partir de 2015 con el objetivo de estimular la economía de la zona euro mediante la adquisición de bonos del gobierno y otros activos financieros. Esta medida buscaba aumentar la liquidez, reducir los tipos de interés a largo plazo y fomentar el crédito y la inversión. Para más detalles, ver "The ECB's non-standard monetary policy measures: The role of quantitative easing", European Central Bank, 2015.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebcmonetarypolicy2015en.pdf>

⁶ El Brexit, término utilizado para referirse a la salida del Reino Unido de la Unión Europea, fue un proceso político y económico que culminó con la salida formal del Reino Unido el 31 de enero de 2020. Este evento ha tenido profundas repercusiones en las relaciones comerciales y financieras entre el Reino Unido y la UE, afectando tanto a la economía global como a las decisiones de política monetaria del Banco Central Europeo. Para más información sobre sus efectos en la economía europea, ver "The impact of Brexit on the European economy", European Central Bank, 2020.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebcbrexit effects2020en.pdf>

Antes de la pandemia, el BCE se enfrentaba a varios retos en 2020: una inflación continuada a la baja cerca del 1% a pesar de los esfuerzos del Banco Central, seguía siendo insuficiente para asegurar un crecimiento económico sostenido por lo se encontraba en la necesidad de aplicar políticas monetarias expansivas.

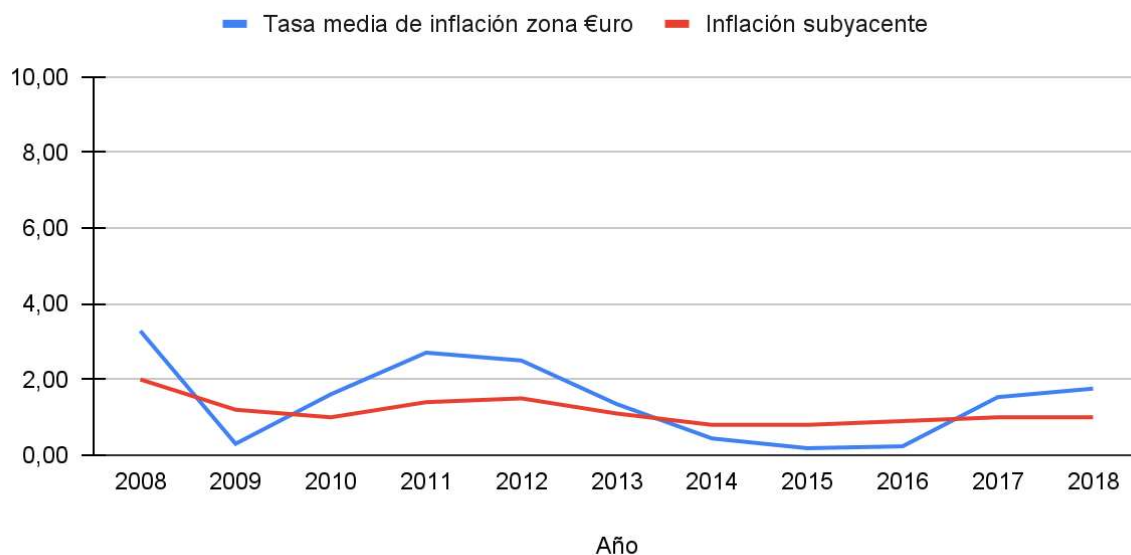
Además debido a la política comercial y arancelaria que había por los gobiernos de Estados Unidos y China⁷, el crecimiento global seguía siendo incierto. En este contexto, la eurozona representaba una vulnerabilidad adicional, ya que los países integrantes tenían economías diferentes con niveles de deuda uniformes y políticas fiscales propias, por lo que era difícil una respuesta pareja ante ese panorama incierto.

Uno de los indicadores clave para comprender la política monetaria del BCE es la tasa de inflación, ya que la estabilidad de precios constituye un pilar fundamental en las políticas y decisiones. Analizar su seguimiento y evolución es esencial para evaluar y conocer el contexto económico.

A continuación, en el Gráfico 1, se puede ver la inflación a lo largo de la década previa a la pandemia, pudiendo conocer las variaciones de precios e impulsos a tomar decisiones expansivas. En concreto, en el período comprendido entre 2008 a 2018, se puede ver los retos a los que se enfrentaba desde la crisis financiera internacional y posteriormente una etapa prolongada de baja inflación.

⁷ Más detalle en: [La guerra comercial entre Estados Unidos y China: un enfrentamiento más allá de los aranceles](#)

Gráfico 1: Tasa media de inflación zona Euro e Inflación subyacente



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat y BCE [Measuring inflation and consumer prices](#)

3. La economía de la COVID.

El BCE, según su Informe Anual (BCE, 2020a) para el año 2020 preveía un crecimiento económico moderado, con baja inflación, con incertidumbre exterior y retos importantes dentro de la zona euro. La crisis de la COVID no se contempló a nivel global lo que llevó a tomar medidas inesperadas y agresivas como respuesta.

La pandemia de la COVID-19⁸, declarada en marzo de 2020, provocó una crisis sanitaria que rápidamente se contagió a niveles económicos.

⁸ La pandemia de COVID-19, declarada por la Organización Mundial de la Salud (OMS) en marzo de 2020, es causada por el virus SARS-CoV-2, que se originó en la ciudad de Wuhan, China, a finales de 2019. La enfermedad se caracteriza por síntomas respiratorios, como fiebre, tos seca, dificultad para respirar, y en casos más graves, neumonía y fallo multiorgánico. El contagio del virus se transmite a través de las gotas respiratorias de una persona infectada o superficies contaminadas.

Los países implementaron confinamientos estrictos, con millones de hogares enfrentando medidas de cuarentena⁹ obligatoria, cierres de negocios y restricciones de movilidad. Estas medidas, necesarias para contener la propagación del virus, tuvieron un profundo impacto en la vida cotidiana y en las dinámicas sociales, exacerbando la incertidumbre y la inestabilidad económica. Cada país adoptó sus propias medidas y tiempos en función de la evolución de la pandemia, pero en general, a partir de marzo de 2020, Europa experimentó los confinamientos más estrictos, con medidas que se extendieron hasta el verano, y en algunos casos, volvieron a implementarse a finales de 2020 debido a rebrotes del virus.

Ya en el primer semestre del año pandémico, se hizo notable una contracción económica debido a las medidas de confinamiento y la caída de la actividad económica arrastrada por los sectores más afectados como el sector servicios y el manufacturero. La incertidumbre sobre la duración y el impacto de la pandemia hizo que la volatilidad en los mercados financieros aumentara y redujo la confianza de consumidores y empresas. A su vez este escenario llevó a una reducción en el gasto de los hogares amplificando así la desaceleración económica.

Para compensar el impacto negativo que estaba causando la pandemia en la economía de la zona euro, el Banco Central Europeo (BCE) orientó su política monetaria en paliar estos efectos, aprobando un nuevo programa de compras¹⁰ de emergencia, ampliando los criterios de admisión de los activos de garantía y estableciendo nuevas operaciones de financiación a más largo plazo.

En términos generales las autoridades bancarias se encargaron de mantener el flujo de crédito a la economía y moderar el impacto de la crisis que estaba presente.

La economía estaba expectante en los avances y desarrollo de vacunas, que podía dar luz a la situación que se estaba viviendo. Tal como detalla el Informe Anual del

⁹ La cuarentena fue una de las medidas clave adoptadas a nivel mundial para limitar la propagación de la COVID-19. Consiste en el aislamiento de personas que podrían haber estado expuestas al virus, incluso si no presentan síntomas, para prevenir posibles contagios. Esta estrategia se implementó en muchas naciones, con variaciones según el nivel de exposición y las regulaciones locales. La cuarentena tuvo efectos significativos en la vida diaria, el trabajo y las interacciones sociales de millones de personas.

¹⁰ El Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP) que se detalla en profundidad más adelante, se diseñó para garantizar que la política monetaria fuera efectiva durante la crisis, proporcionando liquidez adicional al sistema financiero y apoyando la estabilidad de los precios.

BCE de 2020, durante el segundo semestre de 2019, en las principales economías emergentes¹¹, el crecimiento repuntó, pero no fue suficiente para que los efectos del descenso de los precios del petróleo y el debilitamiento de la actividad se hicieran palpables: a partir de agosto la inflación se situó en territorio negativo.

3.1. Caída de la inflación.

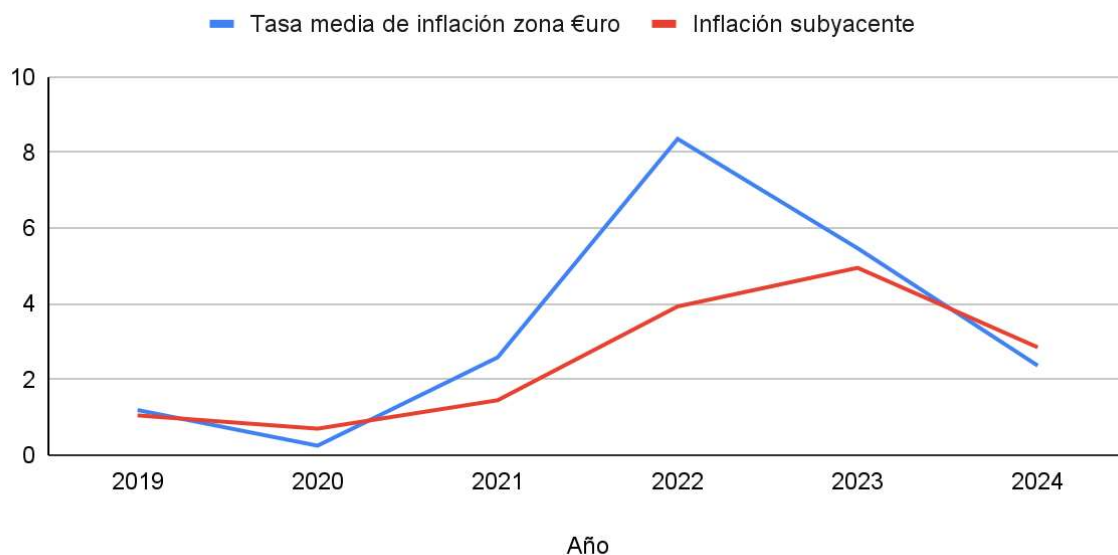
La fuerte caída de precios produjo que la inflación mundial descendiera en 2020. La inflación en la zona euro experimentó una disminución notable situándose en un promedio del 0,3% frente al 1,2% del 2019 (BCE, 2020a).

Así mismo, si hablamos de la inflación subyacente, donde excluimos precios volátiles de energía y alimentos, se registraron promedios de 0,7%, por debajo del 1% registrado en 2019.

En el siguiente gráfico (Gráfico 2), se puede observar la evolución a la baja de la inflación media de la zona euro y la inflación subyacente de cerca de un 1%. En 2021, con la progresiva reactivación de la economía y la intervención del BCE la inflación comenzó a repuntar.

¹¹ Las economías emergentes son países en rápido desarrollo con un crecimiento económico superior al promedio global, como Brasil, China, India, México y Sudáfrica.

Gráfico 2: Tasa media de inflación zona Euro e Inflación subyacente



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

Tras el primer periodo de pandemia, se observa una tendencia general al alza en ambas tasas de inflación, con fluctuaciones notables en los años siguientes. La tasa de inflación general muestra mayores picos en comparación con la tasa de inflación subyacente, lo que refleja la volatilidad añadida por los precios de la energía y alimentos.

Uno de los principales determinantes fue la drástica caída de la energía, especialmente vivida en la primera mitad del año, esto arrastró a la baja el conjunto de precios (BCE, 2020a). Además el menor consumo y la incertidumbre económica marcada por la pandemia y los confinamientos afectaron a los precios de bienes tanto industriales como servicios y esto limitaba cualquier repunte inflacionista.

Durante la segunda mitad del año, el euro se vio fortalecido frente a otras divisas (BCE, 2020b), motivado por acciones del propio BCE. Que el euro fuera más fuerte que otras monedas hizo que las importaciones se abarataran y redujera la presión sobre los precios en sectores no relacionados con la energía y los alimentos.

Por su parte, algunos países, tomaron medidas fiscales excepcionales y temporales sobre el IVA¹², por ejemplo, su eliminación o reducción; estas medidas expansivas estaban orientadas a estimular el consumo, creando así un empuje directo al aumento de la inflación.

3.2. Descenso del PIB.

En 2020, el PIB real de la zona del euro disminuyó un 6,6% debido al impacto de la pandemia y las medidas de confinamiento. La primera ola de la pandemia golpeó duramente entre marzo y abril, llevando a una contracción del 15,3% en la actividad económica en la primera mitad del año. Aunque hubo un repunte en el tercer trimestre tras el levantamiento de algunas medidas¹³, la actividad se desaceleró nuevamente en otoño con nuevos confinamientos focalizados. El impacto económico fue heterogéneo debido a la exposición a sectores afectados y a diferencias en la crisis sanitaria y las medidas de estímulo.

A finales de año, la actividad económica estaba un 4,9% por debajo de los niveles previos a la pandemia, con variaciones significativas entre países, como un retroceso del 9,1% en España y del 3% en los Países Bajos (BCE, 2020a).

A continuación, en el gráfico 3, muestra la variación del PIB real en países significativos de la zona euro y la media de la UE. En 2020 se ve una profunda

¹² Algunos de los países que implementaron reducciones o eliminaciones del IVA durante la pandemia incluyen:

Alemania: Redujo el tipo estándar de IVA del 19% al 16% y el tipo reducido del 7% al 5%, entre el 1 de julio y el 31 de diciembre de 2020.

Hungría: Introdujo una reducción temporal del IVA en ciertos sectores, como alimentos y productos básicos, en algunos casos eliminando por completo en productos esenciales.

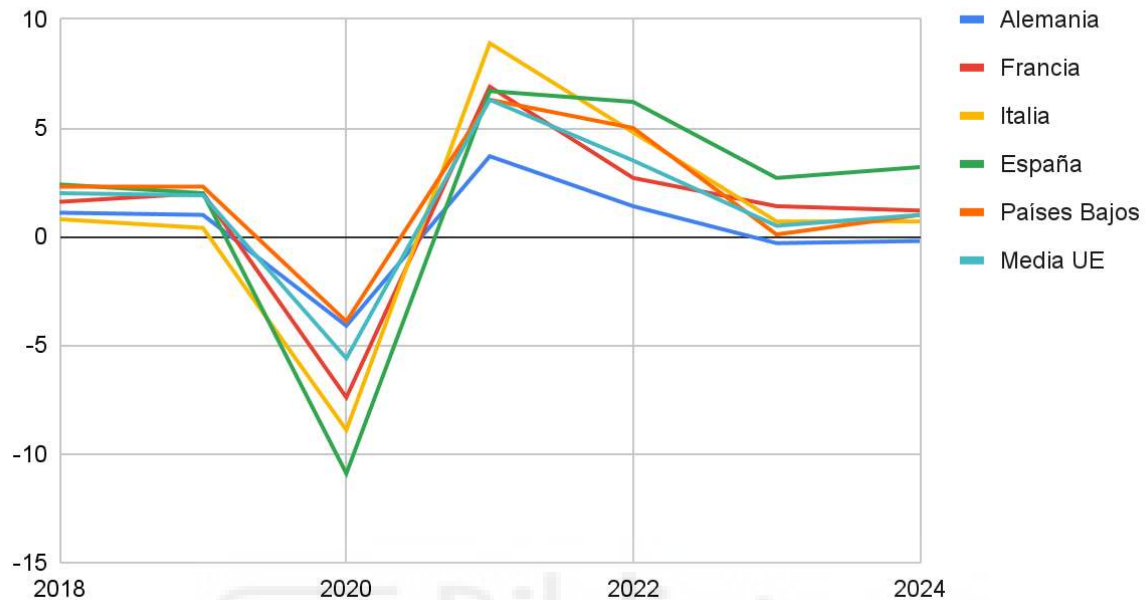
España: No eliminó el IVA por completo, pero introdujo reducciones para ciertos productos y servicios, como los de hostelería, turismo y actividades culturales.

Italia: Implementó una reducción del IVA en algunos productos y servicios.

¹³ Durante el tercer trimestre de 2020, muchos países comenzaron a flexibilizar las restricciones implementadas para contener la propagación de la COVID-19, adaptando sus medidas según la evolución de la situación sanitaria. Cabe destacar: fases de desescalada, reapertura de espacios turísticos y levantamiento gradual de restricciones de viaje.

contracción debido a la pandemia de la COVID-19, siendo los países más afectados España e Italia.

Gráfico 3: Variación del PIB real en países de la UE



Fuente: Elaboración propia a través de datos recogidos del Eurostat, Real GDP rate of change.

La recesión causada por la pandemia fue más intensa en sus primeras etapas que crisis anteriores como la de 2008 o la de deuda soberana de la zona euro en 2011. Sin embargo, hubo señales tempranas de recuperación debido a la naturaleza exógena de la perturbación, las medidas de política monetaria y fiscal oportunas, y los avances en el desarrollo de vacunas, lo que limitó los efectos en el sector financiero. Aunque el consumo privado cayó un 8% en 2020 (INE, 2021), las transferencias públicas amortiguaron la pérdida de ingresos, resultando en un aumento del ahorro. El consumo repuntó cuando se relajaron las restricciones del tercer trimestre, pero se detuvo nuevamente durante la segunda ola de la pandemia (BBC News Mundo, 2020). La inversión empresarial también se desplomó debido a las medidas de confinamiento y la incertidumbre. El sector exterior tuvo una

contribución negativa, con una caída en las exportaciones e importaciones debido a las restricciones y la suspensión temporal de actividades empresariales. Aunque hubo mejoras durante el verano, la recuperación del comercio, seguía siendo incompleta al final del año.

3.3. Impacto en el empleo.

La pandemia tuvo un impacto notable en el mercado laboral de la eurozona. Las pérdidas de puestos de trabajo eran inevitables con las circunstancias de caída de actividad económica, lo que afectó a los sectores más dependientes como el turismo, hostelería o sector servicios. Durante los confinamientos impuestos por las autoridades estas actividades sufrían parones, viéndose en situaciones forzadas de cierre y reduciendo plantilla de trabajadores.

Dadas las circunstancias, muchos países de la eurozona adoptaron medidas y ayudas directas a empleadores para evitar aumentos de la tasa de desempleo y desempleo temporal. Una de las iniciativas excepcionales implementadas por la Unión Europea en 2020 fue el programa SURE (Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency)¹⁴. Su objetivo principal fue proteger el empleo y los ingresos de los trabajadores ante la brusca paralización de la actividad económica.

El programa, aprobado en mayo de 2020, se concibió como instrumento temporal destinado a ofrecer asistencia financiera a los Estados miembros mediante préstamos en condiciones favorables. Estos fondos se utilizaban para financiar esquemas nacionales de reducción de jornada y otras medidas relacionadas con el empleo, incluyendo ayudas al colectivo de autónomos.

Estas iniciativas estaban sustentadas por la emisión de deuda común europea, garantizada por los Estados miembros en proporción a su participación en el presupuesto de la UE. El programa contó con una dotación máxima de hasta 100.000 millones de euros. España fue uno de los principales beneficiarios,

¹⁴ Este programa se creó como apoyo temporal para mitigar los riesgos del desempleo y trabajadores afectados por la pandemia del coronavirus. Más detalles en [SURE - Economy and Finance - European Commission](#)

recibiendo 21.300 millones de euros, destinados fundamentalmente a financiar los ERTE y ayudas a autónomos durante los meses más críticos de confinamiento (European Commission, 2020).

Según datos del Banco Central Europeo (BCE, 2020a), la tasa de desempleo en los países de la zona euro se elevó del 7,5% en 2019 al 8,1% en 2020. No obstante, las medidas adoptadas por las autoridades europeas permitieron contener en parte el impacto de la crisis sobre el mercado laboral.

El gráfico 4, refleja el efecto provocado por la pandemia como consecuencia del parón económico y caída de la demanda. Para 2021, con la progresiva recuperación económica se puede ver una recuperación parcial del empleo.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Eurostat- Unemployment rate.

Los años previos de pandemia, la eurozona arrastraba las secuelas de la crisis de deuda soberana y la lenta recuperación económica. En especial, países del sur de Europa- España, Grecia e Italia- mantenían cifras de paro muy elevadas pese a los esfuerzos del BCE con sus políticas monetarias expansivas. A partir de 2017 la tendencia fue claramente descendente hasta alcanzar el nivel más bajo antes del estallido de la pandemia.

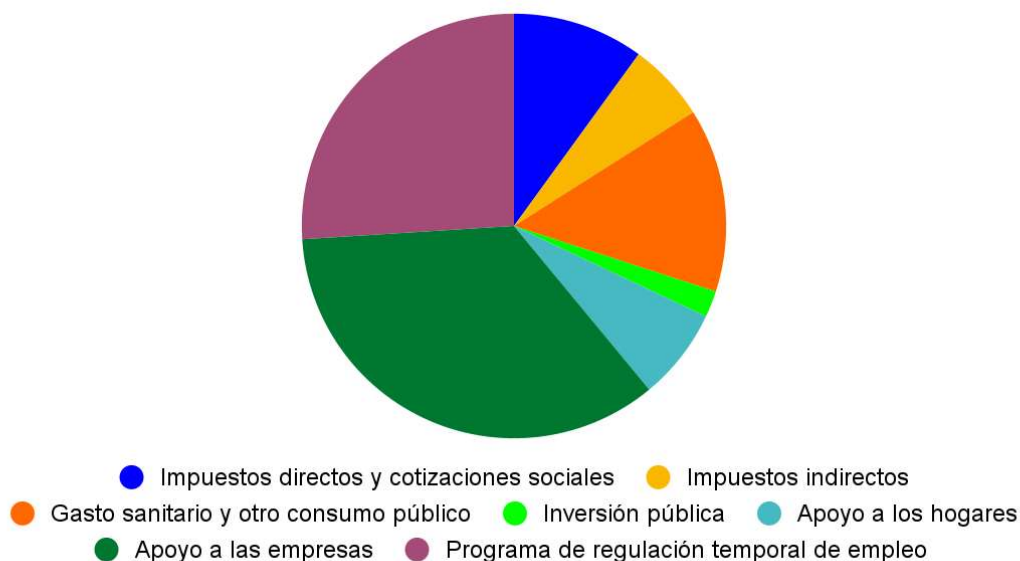
A medida que se flexibilizaron las restricciones, la actividad económica comenzaba a reanudarse, el impacto en el empleo mostró señales de estabilización, Sin embargo, el BCE advirtió que la recuperación del empleo sería desigual, ya que algunos sectores y regiones de la zona euro seguían con dificultades debido a los cambios estructurales en los patrones de consumo y producción que había dejado la pandemia.

3.4. Medidas de política fiscal como respuesta a la crisis.

La crisis sanitaria provocó un aumento significativo del gasto público en los países integrantes de la zona euro incrementando el déficit fiscal más del 6% sobre el PIB (Euronews, 2020).

La mayoría de los países de la zona euro lanzaron paquetes fiscales para estabilizar y apoyar a la economía; como muestra el gráfico 5 la mayor inversión estaba destinada al apoyo a empresas y autónomos para paliar los efectos del parón económico y programas de regulación o compensación de gastos de despido de trabajadores.

Gráfico 5: Estimación de la composición de las medidas relacionadas con el COVID-19 en 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Informe del BCE de 2020.



Los gastos sanitarios aumentaron en concordancia con la crisis sanitaria. Otras medidas que se adoptaron estaban relacionadas con la reducción temporal de IVA ya comentada anteriormente, o apoyo a las familias con ayudas directas.

Uno de los programas que ayudó a evitar la fragmentación financiera fue el paquete de recuperación Next Generation EU (NGEU¹⁵), aprobado en julio de 2020 y diseñado para apoyar la recuperación económica de los Estados miembros y fomentar una transformación hacia una economía más sostenible y digital.

Este programa extraordinario cuenta con un presupuesto de 750.000 millones de euros, de los cuales 390.000 millones son subvenciones y el resto préstamos reembolsables distribuidos entre los países según necesidades y planes de recuperación nacionales. Si bien los fondos NGEU actúan como herramienta fiscal,

¹⁵ Para más información sobre los Fondos Next Generation: [Next Generation EU: Ministerio de Hacienda](#)

estimulando el gasto público mediante inversiones estratégicas, también tiene un componente social, ya que gran parte de las iniciativas están destinadas al impulso del empleo, mejora de educación y formación profesional y fortalecer la digitalización.

En el caso de España, los fondos NGEU podrían representar hasta el 13,8% del PIB de 2020 (Banco de España, 2021). El elevado volumen de recursos que España recibió en el marco de este programa, contaba con la capacidad potencial de impulsar la recuperación tras la pandemia y, más a medio plazo, modernizar la estructura productiva y favorecer la capacidad potencial de crecimiento económico sostenible.

Sin embargo, a pesar de la relevancia de los fondos NGEU como instrumento fiscal y social en la Unión Europea, la implementación en España se ha visto envuelta en críticas y controversias. Diferentes informes han señalado retrasos en la ejecución, falta de transparencia en la asignación de fondos y dificultades en la coordinación institucional.

Asimismo, se ha cuestionado y criticado su destino a gasto corriente en lugar de a inversiones transformadoras, reduciendo así su potencial impacto inicial.

Las autoridades en Bruselas, además, han advertido y llegado a recortar pagos por el incumplimiento de hitos de pago y reformas comprometidas.

3.5. Impacto en los mercados bursátiles.

Los mercados bursátiles sufrieron la mayor y más rápida caída siendo superior a la del crack del 29¹⁶. El impacto de la pandemia en los mercados bursátiles fue especialmente intenso durante los primeros meses de 2020, con fuertes caídas en los principales índices, seguidas de una recuperación impulsada por las políticas monetarias expansivas (Escuela de Empresarios, 2020).

Durante el mes de marzo de 2020, el índice estadounidense S&P 500¹⁷ sufrió una caída de alrededor de un 34% desde su máximo de febrero; el Dow Jones también sufrió una pérdida de casi el 37% en su punto más bajo.

En Europa, el impacto fue similar: el Euro STOXX 50¹⁸ perdió cerca de un 38% en el primer trimestre del año, reflejando el temor de los inversores a una recesión prolongada.

¹⁶ El crack de 1929, también conocido como la Gran Depresión, fue un colapso masivo de los mercados bursátiles que comenzó el jueves 24 de octubre de 1929 (conocido como "Jueves Negro") en los Estados Unidos. Este evento es considerado uno de los peores desastres financieros en la historia moderna. La caída abrupta de los precios de las acciones llevó a un pánico masivo, lo que provocó que los inversores vendieran en masa. El colapso afectó gravemente a la economía mundial, resultando en una prolongada depresión económica que se extendió a lo largo de la década de 1930, con una caída significativa en la producción industrial, el empleo y el comercio internacional. La crisis tuvo efectos devastadores a nivel global, llevando a la quiebra a numerosas empresas y bancos, y alterando el sistema financiero mundial.

¹⁷ El S&P 500 (Standard & Poor's 500) es un índice bursátil que agrupa las 500 empresas más grandes de Estados Unidos que cotizan en las bolsas de valores de Nueva York (NYSE) y NASDAQ. Es considerado uno de los principales indicadores del mercado estadounidense y se utiliza como referencia para medir el rendimiento del mercado de valores en general. Este índice cubre una amplia gama de sectores económicos, incluyendo tecnología, salud, consumo, energía, y finanzas, lo que lo convierte en un reflejo diverso y representativo de la economía estadounidense.

¹⁸ El Euro Stoxx 50 es un índice bursátil que agrupa a las 50 principales empresas de la zona euro, las cuales cotizan en las bolsas de valores de los países que conforman la zona euro. Este índice está diseñado para representar las empresas más grandes y líquidas de Europa, cubriendo diversos sectores como tecnología, consumo, finanzas, energía y salud, entre otros.

En España concretamente, afectado por el sector servicios y la banca, el IBEX 35¹⁹ experimentó una de las caídas más significativas, llegando a un 40% (Bolsas y Mercados Españoles, BME, 2020).

Los mercados asiáticos, con el índice japonés Nikkei 225²⁰ de referencia, perdió un 30%, mientras que el mercado chino mostró mayor control debido a las rápidas medidas de control del virus y la recuperación de la producción industrial.

Ante esta situación, los bancos centrales implementaron políticas monetarias expansivas, reduciendo las tasa de interés y aplicando programas de flexibilización cuantitativa. Estas medidas inyectaron liquidez al sistema financiero facilitando el acceso al crédito y alentando la inversión en activos.

Otro factor clave a destacar, fue el papel de las grandes empresas tecnológicas²¹ como Amazon, Apple, Microsoft, Alphabet y Meta, experimentaron un aumento en la demanda de sus servicios debido a las medidas de confinamiento y teletrabajo lo que influyó de forma significativa en el comportamiento del mercado correlacionado con la tecnología (Comisión Europea, 2020). Este fenómeno favoreció una recuperación de los índices relacionados con la tecnología, como el Nasdaq²².

A continuación, el Gráfico 6 compara la trayectoria de los principales índices bursátiles entre 2016 y mediados de 2021, evidenciando la caída de 2020 y la recuperación que le siguió, especialmente marcada por los índices más tecnológicos.

¹⁹ El Íbex 35 es un índice bursátil de referencia en el mercado español que agrupa las 35 principales empresas cotizadas en la Bolsa española, representando a los sectores más destacados de su economía.

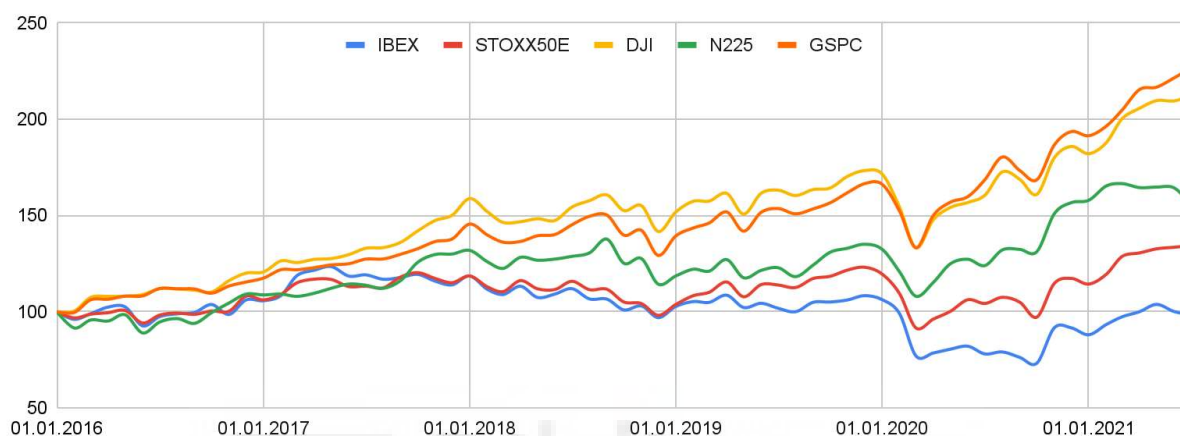
²⁰ El Nikkei 225 es un índice bursátil que agrupa las 225 principales empresas cotizadas en la Bolsa de Valores de Tokio, es uno de los índices más importantes de Japón y se utiliza para medir el rendimiento del mercado de acciones japonés.

²¹ Los gigantes tecnológicos se refieren a un grupo de grandes empresas globales que dominan el sector de la tecnología, especialmente en áreas como el software, hardware, servicios en la nube, redes sociales y comercio electrónico. Entre los más conocidos se encuentran Apple, Microsoft, Alphabet (Google), Amazon, Facebook (Meta) y Tesla, que se caracterizan por su gran capitalización bursátil, innovación tecnológica y una fuerte influencia en la economía global.

²² El NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), es un índice bursátil estadounidense de negociación electrónica, especializado en empresas tecnológicas y de alto crecimiento, que actúa como referencia para la evolución del sector tecnológico a nivel internacional.

Entre enero de 2016 y julio de 2021, los principales índices bursátiles internacionales reflejaron una tendencia alcista, con algunos episodios de volatilidad derivados de los acontecimientos de incertidumbre económica y social creados por la pandemia.

Gráfico 6: Datos históricos de los principales índices bursátiles desde 01/01/2016 a 31/07/2021



Fuente: Elaboración propia a partir de datos históricos de [Investing.com](https://www.investing.com). Datos normalizados con base 100 en enero de 2016.

Durante el primer periodo, entre 2016 y 2019, los mercados financieros atravesaron una fase expansiva, debido a las políticas de corte expansivo aplicadas por el BCE y autoridades nacionales para paliar los efectos de la crisis financiera. El año 2020 supuso un punto de inflexión marcado por la crisis sanitaria provocada por la COVID-19. La entrada del virus generó una fuerte caída en los mercados durante el primer trimestre;

Las medidas de estímulo monetario y fiscal impulsadas por bancos centrales y gobiernos favorecieron una recuperación rápida en la segunda mitad del año. El S&P 500 y el índice Dow Jones cerraron en 2020 en máximos históricos, mientras que el Euro Stoxx 50 recuperó gran parte de la caída a principio de la pandemia. En cambio, el IBEX 35 mantuvo un recorrido más débil, debido a la exposición del mercado español a sectores directamente afectados por los confinamientos, como lo es el turismo, la banca y la energía.

En 2021, con el impulso de la reapertura de las fronteras y la eliminación de confinamientos, la tendencia alcista se consolidó en la mayoría de los mercados bursátiles. Los índices estadounidenses en cabeza, debido a su resiliencia con el impulso de la tecnología, los europeos y el mercado japonés evolucionaron de manera más contenida.

El mercado español, debido a su estructura asociada a actividades afectadas directamente por la pandemia, tuvo una recuperación más lenta.

4. Instrumentos de política monetaria.

Como se ha indicado anteriormente, la labor del Banco Central Europeo es mantener la estabilidad de precios, entendida como mantener la inflación del 2% a medio plazo. Este objetivo, establecido en el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, constituye el eje central de la política monetaria y justifica el uso de los distintos instrumentos (BCE, 2021), ya que la estabilidad de precios:

1. Facilita la asignación más eficiente de los recursos y un incremento del potencial productivo de la economía.
2. Reduce la prima de los tipos de interés que exigen los inversores para proteger su capital de inflaciones imprevistas incentivando la inversión y el crecimiento económico.
3. Modera los efectos que la inflación produce sobre las tenencias de efectivo y reduce su demanda.
4. Preserva la cohesión social y estabilidad: unas tasas de inflación o deflación elevadas suelen generar inestabilidad social y política

La estabilidad de precios contribuye a reducir la incertidumbre económica, permitiendo a los consumidores y empresas que tomen decisiones informadas sobre el consumo, inversión y ahorro.

Para llevar a cabo esta tarea, el BCE realiza un análisis macroeconómico y monetario, lo que le permite evaluar riesgos desde una perspectiva dual y adaptar las revisiones periódicas de su estrategia para adaptarse a los cambios estructurales de la economía (BCE, 2020c). A raíz de un incremento de la inflación en la zona euro, el Eurosistema llevó a cabo una revisión ²³ de su política monetaria con el fin de asegurar un camino estable.

A través de una serie de instrumentos, se pretende controlar los tipos de interés y la cantidad de dinero en circulación, alineando las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios. Este proceso, afecta a la economía en general y al nivel general de precios, se conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria:

- El mecanismo de transmisión comienza con el control de los tipos de interés a corto plazo por parte del banco central, mediante operaciones de inyección y drenaje.
- Esto afecta a los tipos de interés interbancarios, e indirectamente también a los tipos de mercado, ya que el sistema bancario es el encargado de trasladarlo a sus clientes e inversores.
- La variación de los tipos oficiales va ligada a las expectativas de los agentes económicos y política monetaria, lo que a su vez, afecta a los tipos de interés a más largo plazo y la inflación.
- Las variaciones de política monetaria, en los tipos de interés y en las expectativas, inciden sobre los precios y rendimientos de los activos financieros, haciendo que las decisiones sobre ahorro, gasto e inversión se vean afectadas, así como la demanda de bienes y servicios.
- Del mismo modo, las variaciones de tipos, son también herramienta para determinar inversiones empresariales y su consecuente crecimiento.
- Las decisiones de tipos de cambio se pueden ver afectadas por variaciones de tipos de interés, influyendo en los precios de bienes y demandas externas en otra divisa.

²³ Nota de prensa del 8 de julio de 2021, donde el BCE anuncia la revisión estratégica de política monetaria, donde contempla un objetivo de inflación simétrico del 2% a medio plazo y aprueba un ambicioso plan de actuación frente al cambio climático, [El Consejo de Gobierno del BCE aprueba su nueva estrategia de política monetaria](#)

Las decisiones sobre política monetaria son adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE y los bancos centrales nacionales de los países de la eurozona son los encargados de implantarlas.

Para que las decisiones de política monetaria sean acertadas, se lleva a cabo un análisis profundo sobre los riesgos para la estabilidad de precios, a través de dos campos complementarios:

- 1) Por una parte, el análisis económico, donde se estudian los determinantes a corto y medio plazo del comportamiento de precios. Se enfoca en la actividad real y la situación financiera de la economía, donde se analiza la influencia entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores.
- 2) De otra parte, el análisis monetario se centra en una perspectiva más amplia, centrándose en una visión a largo plazo entre el dinero y los precios. En este sentido se toma en consideración el agregado monetario M3²⁴.

El BCE principalmente aplica instrumentos convencionales de política monetaria, clasificándose en tres grandes categorías: las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y los requerimientos de reservas mínimas.

4. 1. Operaciones de mercado abierto.

Las operaciones de mercado abierto permiten al BCE tener control sobre la cantidad de dinero en circulación para influir en los tipos de interés y enviar al mercado señales sobre la dirección de políticas monetarias a corto plazo.

²⁴ El seguimiento de los agregados monetarios ofrece información útil para la política monetaria y a través de su evolución sirve para valorar si concurren tendencias inflacionistas. Los tres agregados monetarios principales son:

M1, está compuesto por los billetes y monedas en circulación y por los depósitos a la vista.

M2 incluye el M1 más los depósitos a plazo de hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.

M3 comprende los pasivos incluidos en M2 más las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y los valores de renta fija de hasta dos años, emitidos por las instituciones financieras monetarias.

Es decir, el Banco Central Europeo maneja el control de inyecciones y retiradas de liquidez para asegurar la estabilidad del sistema y mantener una inflación bajo control.

Los flujos de liquidez deben ser regulados continuamente para evitar distorsiones en los tipos de interés y garantizar que la política monetaria cumpla su función. Para ello, el BCE realiza operaciones de inyección de liquidez para estimular el crédito y la inversión, y operaciones de drenaje o absorción cuando hay un exceso que podría generar desequilibrios como una inflación descontrolada o un desajuste en los tipos de interés. Con este fin, las operaciones de mercado abierto son el mecanismo principal para ajustar el dinero en circulación. Estas operaciones se clasifican en cuatro categorías:

4.1.1. Operaciones principales de financiación (OPF).

Como su nombre indica, son el principal procedimiento de financiación y provisión de liquidez del BCE, e influyen directamente en los tipos de interés a corto plazo.

Se llevan a cabo semanalmente y cuentan con un vencimiento a una semana. Estas subastas son realizadas por los bancos centrales nacionales de acuerdo con el calendario publicado de subastas estándar. Debido a la naturaleza de estas subastas, los bancos comerciales y entidades de crédito en general pueden acceder a fondos durante el período de la subasta, utilizando activos como garantía.

4.1.2. Operaciones de financiación a largo plazo (OFLP).

Cuando las entidades financieras requieren de liquidez a más largo plazo, el BCE pone en marcha las operaciones de financiación a largo plazo. A diferencia de las operaciones principales, estas tienen un vencimiento más amplio, normalmente de tres meses, lo que ofrece más estabilidad y mejor planificación a los bancos comerciales. Las llamadas OFLP han tenido protagonismo en momentos de crisis financiera, como durante la crisis de la COVID-19, cuando el acceso al crédito

interbancario se vio restringido y el BCE amplió sus programas de liquidez a largo plazo.

4.1.3. Operaciones de ajuste fino.

El Banco Central Europeo dispone también de herramientas para inyectar o drenar dinero de forma puntual. Estas operaciones, llamadas operaciones de ajuste, permiten dar una respuesta inmediata según la circunstancia. Por su carácter correctivo, la frecuencia es menor que la de las operaciones regulares.

4.1.4. Operaciones estructurales.

Existe otra herramienta de modificación de la posición estructural del mercado en el largo plazo mediante las operaciones estructurales. Estas operaciones, por su naturaleza, tienen un impacto a largo plazo en el sistema de la zona euro. Para ello el BCE puede recurrir a herramientas como la emisión de deuda, la compra o venta de activos financieros, o a operaciones a más largo plazo con carácter permanente. Estas medidas inciden en la estructura del mercado y por tanto, se enfoca en la política monetaria a largo plazo de la zona euro.

4.2. Facilidades permanentes.

El Banco Central Europeo (BCE), pone a disposición de las entidades de crédito, instrumentos para gestionar la liquidez e influyen así en la política monetaria. Estas operaciones permiten inyectar o drenar liquidez en un plazo muy corto²⁵, marcando de esta forma los límites del tipo de interés del mercado interbancario a un día a los que pueden acceder por propia iniciativa las entidades que operan con el Eurosistema. A diferencia de las operaciones de mercado abierto,

²⁵ Las operaciones overnight son transacciones financieras que se realizan con un vencimiento de un solo día. En el mercado interbancario, permiten a las entidades financieras cubrir necesidades puntuales de liquidez o colocar excedentes temporales de fondos. Suelen reflejar con rapidez los cambios en la política monetaria y en las condiciones del mercado.

las facilidades permanentes pueden ser utilizadas a iniciativa de las propias entidades de crédito, dentro de los márgenes que establece el BCE.

La gestión de esta herramienta se hace de manera descentralizada desde los bancos centrales nacionales que forman el Eurosistema.

Se reconocen dos formas principales de implementar este instrumento:

4.2.1. Facilidad marginal de crédito.

Es utilizada para obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales utilizando activos de garantía²⁶. En casos normales, no existen límites de crédito ni otras restricciones para que las entidades tengan acceso a esta facilidad, salvo el requisito de presentar garantías suficientes. El tipo de interés de la facilidad marginal de crédito constituye normalmente un límite superior para el tipo de interés de mercado a un día. En el contexto de la crisis provocada por la pandemia de la COVID-19, la facilidad marginal de crédito adquirió una relevancia especial como instrumento de apoyo a la liquidez del sistema bancario. En un entorno caracterizado por un aumento de la incertidumbre y tensiones en los mercados financieros, el acceso inmediato a liquidez a un coste establecido permitió al BCE reforzar su función prestamista. Al reducir el tipo de interés asociado a esta facilidad, el BCE contribuyó a contener episodios de estrés en el mercado interbancario y a garantizar que las entidades de crédito mantuvieran su capacidad de financiación, garantizando la eficacia de la transmisión de la política monetaria (BCE, 2023).

4.2.2. Facilidad de depósito.

Por su parte, la facilidad de depósito se utiliza para realizar depósitos intradía en los bancos centrales nacionales a cambio de una tasa de interés única²⁷ para

²⁶ Los activos de garantía (denominados también colaterales) son activos financieros que las entidades de crédito deben presentar al banco central en contra de una petición de liquidez (como por ejemplo lo son los bonos corporativos o préstamos titulizados). De esta forma el banco central reduce el riesgo en caso de impago por parte de la entidad prestataria.

²⁷ Conocida por sus siglas en inglés por DFR (Deposit Facility Rate) es uno de los principales tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo. Representa el tipo al que los bancos comerciales

toda la zona euro. Esta rentabilidad actúa como suelo para los tipos de interés en el mercado interbancario y está intervenida por el BCE, dado que de este modo se desincentiva el exceso de reservas en el sistema. Si la tasa de facilidad de depósito fuera demasiado atractiva, los bancos preferirían esta opción en vez de utilizarlo para generar crédito a sus clientes y regular la oferta monetaria de manera indirecta. Al mismo tiempo, esto permite controlar la inflación: en casos de períodos de alta inflación, el BCE puede decidir aumentar la tasa e incentivar de este modo a los bancos a depositar el dinero y así reducir la cantidad de dinero en circulación y actuar a la inversa para responder a períodos deflacionistas. De manera inversa, en contextos deflacionistas o de baja inflación, una reducción de esta tasa estimula el crédito y la actividad económica.

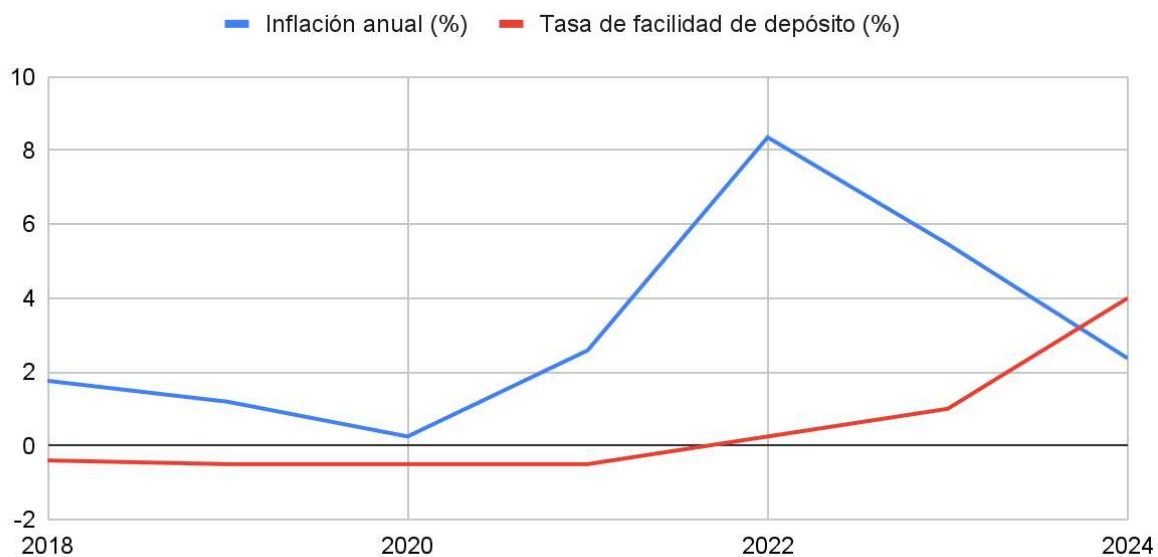
El siguiente gráfico (gráfico 7) muestra la relación entre la tasa de depósito del BCE y la inflación anual de la zona euro, evidenciando su papel en el control de precios. Vemos como en periodos de pre pandemia (inflación por debajo de 2%), las tasas del BCE se mantuvieron negativas o cercanas a cero, es decir, el BCE buscaba estimular la economía.

Este escenario cambia a partir de 2022 con la inflación disparada, donde se ve un cambio de rumbo y el BCE empieza progresivamente a aumentar las tasas reflejando así una política monetaria reactiva como respuesta a la alta inflación que se estaba dando.

Para 2024, las tasas son las más altas del período y la inflación ha tomado un rumbo hacia el 2%, demostrando así que la política monetaria funciona en la corrección de precios.

pueden depositar su exceso de liquidez a un día en el banco central. Actúa como suelo del corredor de tipos de interés del BCE y tiene una influencia directa sobre los tipos de interés a corto plazo en el mercado interbancario.

Gráfico 7: Relación entre la facilidad de depósito e inflación en la UE



Fuente: Elaboración propia a través de datos del Eurostat y BCE.

4.3. Requerimientos de reserva.

El sistema de reservas establece que los respectivos bancos centrales nacionales (BCN) del Eurosistema están obligados a mantener un nivel específico de fondos (reservas mínimas) en sus cuentas corrientes.

Este mecanismo permite al Banco Central Europeo influir sobre la liquidez del sistema bancario y estabilizar los tipos de interés a corto plazo. Los requerimientos de reservas mínimas son fijados para períodos comprendidos de seis a siete semanas, conocidos como “períodos de mantenimientos de reservas”.

Las reservas mínimas de los bancos se calculan antes del inicio de cada período, aplicando un porcentaje (denominado coeficiente de caja o de reservas) sobre determinadas partidas del balance, principalmente depósitos de clientes y valores distintos de acciones con vencimiento de hasta dos años. Generalmente este porcentaje es del 1% y las reservas mínimas se mantienen en las cuentas corrientes de los bancos comerciales en sus respectivos bancos centrales nacionales del

Eurosistema. Al final de cada periodo de mantenimiento, los BCN pagan el interés pactado.

Según detalla el BCE, hasta octubre de 2022 el tipo de interés pagado era el mismo que se establecía en las operaciones principales de financiación. Más adelante el tipo de interés se ajustó para alinearse con el tipo de la facilidad de depósito, y en julio de 2023 se estableció en el 0% (BCE, 2023a).

Según marca la normativa actual²⁸, los fondos de los bancos que excedan el importe de las reservas mínimas obligatorias se remuneran al 0% si el tipo de la facilidad de depósito es positivo, y al mismo tipo de la facilidad de depósito cuando este sea inferior a 0%. En el caso de que los bancos no cumplan el requerimiento de reservas mínimas, la legislación de la UE capacita²⁹ al BCE a sancionar de forma proporcional al déficit³⁰ de la reserva.

Por un lado, las reservas mínimas dentro de la política monetaria, contribuyen a la estabilización de los tipos de interés del mercado durante el período de mantenimiento, moderando así las fluctuaciones de liquidez a corto plazo. Por otro lado, permiten al BCE influir sobre la demanda de liquidez del sistema bancario. El total de las reservas mínimas de los bancos de la zona del euro se publica diariamente en la web del BCE.

Además de los instrumentos tradicionales, el BCE aplica una serie de medidas no convencionales de política monetaria que ha ido desarrollando con el objetivo de

²⁸ Texto consolidado: Decisión (UE) 2019/1743 del Banco Central Europeo, de 15 de octubre de 2019, relativa a la remuneración de las tenencias de exceso de reservas y de determinados depósitos (refundición) (BCE/2019/31)

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A02019D0031-20230501>

²⁹ Texto consolidado: REGLAMENTO (CE) N o 2532/98 DEL CONSEJO de 23 de noviembre de 1998 sobre las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A01998R2532-20150204>

³⁰ Texto consolidado: Reglamento (CE) n° 2531/98 del Consejo de 23 de noviembre de 1998 relativo a la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A01998R2531-20020126>

responder a situaciones extraordinarias, como ocurrió con la crisis financiera de 2008 ³¹ y durante la pandemia de la COVID-19.

Entre estas medidas destacan los programas de compra de activos, las operaciones de financiación a largo plazo condicionadas, y la orientación futura de tipos de interés (forward guidance). Estos instrumentos no convencionales han permitido al sistema actuar, proporcionando liquidez adicional y garantizando así condiciones de financiación en momentos de crisis y reforzando la política monetaria.

5. Medidas de Política Monetaria no convencionales: respuesta del BCE en momentos excepcionales.

A partir de 2007, la economía global entró en una fase profunda de inestabilidad financiera como consecuencia del colapso del mercado hipotecario estadounidense³². Esta crisis, conocida como la crisis financiera global, generó una pérdida masiva de confianza en los mercados, dificultades para acceder a financiación y aumento del desempleo.

Ante el colapso del sistema financiero, los bancos centrales se vieron forzados a actuar con medidas extraordinarias más allá de la estabilización de precios y regulación del tipo de interés (Boletín Económico, BDE, 2013). Estas medidas, diseñadas para reactivar la economía y restablecer la confianza en los mercados, marcaron un cambio relevante en la aplicación de políticas monetarias. Entre ellas, se destacan la inyección masiva de liquidez, la compra de activos financieros y la reducción de los tipos de interés a niveles cercanos a cero.

³¹ La crisis financiera de 2008, originada en el colapso del mercado hipotecario de alto riesgo (subprime) en Estados Unidos, desencadenó una grave recesión global y tensiones severas en los mercados financieros internacionales. Su impacto obligó a los bancos centrales, incluido el BCE, a adoptar medidas extraordinarias para estabilizar el sistema financiero y reactivar la economía.

³² El colapso de los mercados financieros fue desencadenado por una burbuja inmobiliaria de concesiones masivas de alto riesgo- o hipotecas subprime- a personas con bajos historiales crediticios. El incumplimiento de los pagos generó pánico en los mercados y provocó un bloqueo en el flujo de crédito ya que los bancos dejaron de confiar incurriendo a un parón económico global y llevando a una crisis de liquidez

La finalidad de intervenir de esta forma en la economía tenía como objetivo estabilizar el sistema bancario, fomentando el crédito y la inversión impulsando de esta forma la demanda agregada³³.

Para contextualizar el estudio del presente trabajo sobre las medidas de política monetaria durante la crisis de la COVID-19, veo oportuno primero conocer qué enfoque tomó el BCE ante la primera crisis que se vivió con la moneda común y su impacto.

Los primeros indicios de desestabilización financiera aparecieron a mediados de 2007 con algunas tensiones por parte de instituciones financieras estadounidenses, lo que se tradujo en aumento de los diferenciales de tipos de interés interbancario y aumento de aversión al riesgo por parte de los inversores. En respuesta ante esta primera desestabilización, el BCE inyectó liquidez adicional al sistema bancario: un total de 95.000 millones de euros en una operación a un día para mitigar las tensiones en el mercado monetario, seguida de varias operaciones adicionales de inyección de liquidez (BCE, 2007).

La bancarrota de Lehman Brothers fue uno de los eventos más significativos de la crisis financiera y desató el pánico en los mercados financieros globales provocando caídas bursátiles históricas acelerando la crisis de crédito y recesión³⁴. La fuerte contracción del crédito y la pérdida de confianza en los mercados se tradujo en una brusca caída de la actividad económica en la eurozona y a nivel global. Numerosas empresas, en especial pequeñas y medianas, se vieron obligadas a cerrar ante la falta de financiación y la caída de la demanda, lo que generó un aumento significativo de desempleo. El deterioro del mercado laboral redujo aún más el consumo privado, acentuando la caída de la producción y de la demanda agregada, en un círculo vicioso de retroalimentación.

³³ La demanda agregada se refiere al total de bienes y servicios demandados en una economía a diferentes niveles de precios y en un periodo de tiempo determinado. Representa la suma del consumo privado, la inversión, el gasto público y las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones). En términos simples, muestra la cantidad total de productos y servicios que los consumidores, empresas, el gobierno y el resto del mundo están dispuestos a adquirir a un precio dado.

³⁴ Lehman Brothers fue un banco de inversión estadounidense fundado en 1850, cuya quiebra en septiembre de 2008 marcó el inicio de la fase más aguda de la crisis financiera global.

A su vez, los activos financieros sufrían pérdidas de valor afectando gravemente a bancos, aseguradoras e instituciones financieras. La pérdida de valor de los títulos vinculados a hipotecas y otros instrumentos de deuda no solo incrementó el riesgo sistémico, sino que también limitó la capacidad de estas entidades para seguir financiando a empresas y hogares. Esta contracción del crédito, sumada a la desconfianza generalizada en los mercados, profundizó aún más la desaceleración económica en Europa y agravó los desequilibrios estructurales de la economía global.

Entre octubre de 2008 y mayo de 2009, el tipo de interés oficial del Eurosistema, correspondiente a las operaciones principales de financiación, se redujo en un total acumulado de 275 puntos básicos³⁵. La rapidez y magnitud de esta relajación monetaria resultan inéditas, reflejando la asunción por parte del Eurosistema de la plena responsabilidad en la conducción de la política monetaria en la eurozona.

Durante 2009, la eurozona experimentó una recesión profunda, con el PIB real cayendo aproximadamente un 4 % frente al año anterior. Esta caída fue impulsada por fuertes contracciones en inversión, consumo privado y comercio exterior, intensificadas por la crisis financiera. La tasa de desempleo saltó hasta cerca del 9,5% al cierre de 2009, varios puntos por encima de los niveles de 2008 (European Banking Federation, 2009). La pérdida de actividad fue especialmente severa en los sectores más vinculados al crédito y a la manufactura, agravando la pérdida de demanda agregada y desencadenando una espiral de reducción de consumo, declive en producción y cierre de empresas.

Las políticas no convencionales que se adoptaron a posteriori, se centraron en mejorar las condiciones de financiación y asegurar la transmisión efectiva de la política monetaria.

³⁵ Según comunicado del 8 de octubre del BCE la tasa se reducía hasta 3,75% [Monetary policy decisions](#) y comunicado de mayo de 2009 donde el Consejo de Gobierno del BCE fijó la tasa en 1% [Monetary policy decisions](#)

5.1. Operaciones de refinanciación a largo plazo (LTROs).

El BCE introdujo operaciones de refinanciación a largo plazo (LTROs)³⁶ con tipos de interés fijos, ofreciendo préstamos a los bancos por plazos más largos (hasta 36 meses) y con una mayor gama de activos como colateral. Esta medida tenía como objetivo asegurar la liquidez en el sistema bancario y facilitar la concesión de crédito a empresas y hogares, evitando una contracción del crédito que pudiera agravar la recesión.

5.2. Programa de compra de activos (Securities Markets Programme, SMP)

El SMP, lanzado en mayo de 2010 por el BCE (BCE, 2010), consistió en la compra de bonos soberanos de países de la eurozona con dificultades para acceder a mercados de deuda. Esta intervención buscaba reducir las primas de riesgo y estabilizar los mercados financieros, restaurando la confianza en la moneda única y evitando una fragmentación del mercado de bonos soberanos.

5.3. Ampliación de los activos aceptados como colateral.

Para facilitar el acceso a la liquidez, el BCE amplió la lista de activos que los bancos podían utilizar como garantía en las operaciones de refinanciación. Esto incluyó activos de menor calidad crediticia, permitiendo que más entidades financieras pudieran acceder a los fondos necesarios para mantener su actividad crediticia.

³⁶ Las LTROs (Long-Term Refinancing Operations) fueron una medida del BCE para inyectar liquidez en el sistema bancario durante la crisis financiera de 2008-2014, con el objetivo de estabilizar el sistema financiero y asegurar el flujo de crédito a la economía real. En 2011, el BCE lanzó su primer programa de LTROs, proporcionando a los bancos liquidez a tres años y facilitando el crédito en la zona euro [Longer-term refinancing operations](#)

5.4. Forward guidance (orientación prospectiva).

El BCE adoptó una política de forward guidance (BCE, 2017, actualizado 2022), comunicando de manera clara, y explícita, sus intenciones respecto a la futura evolución de los tipos de interés. Esta estrategia tenía como objetivo influir en las expectativas de los mercados y de los agentes económicos, proporcionando mayor certeza sobre la dirección de la política monetaria y fomentando la estabilidad económica.

5.5. Operaciones de mercado abierto y provisión de liquidez.

EL BCE mantuvo operaciones de mercado abierto con asignación total, ofreciendo liquidez ilimitada a los bancos a tipos de interés fijos. Esta medida buscaba asegurar que la política monetaria se transmitiera de manera efectiva a la economía real, garantizando que los bancos pudieran acceder a los fondos necesarios para su funcionamiento y para la concesión de crédito.

El impacto de las medidas no convencionales ayudaron a estabilizar los mercados financieros, reduciendo las dislocaciones en los mercados interbancarios y los diferenciales entre tipo de interés de instrumentos garantizados e instrumentos sin garantía (Carbó Valverde & Rodríguez Fernández, 2021). Contribuyeron a suavizar las tensiones en los mercados de deuda soberana y disminuir las primas de riesgo de los países más vulnerables dentro de la eurozona. Mejoraron las condiciones de crédito y liquidez para la banca y por tanto, mantener un nivel de flujo de crédito en el sector privado.

Sin embargo estas medidas, no resolvieron por sí mismas las causas subyacentes de la crisis, sino que funcionaron más bien como parche temporal, que ofreció a los países cierto margen para implementar reformas estructurales. En este contexto, el Banco Central Europeo había previsto una retirada gradual de las medidas no convencionales, evitando su renovación a vencimiento y restaurando paulatinamente las medidas clásicas.

No obstante, la reaparición de tensiones soberanas obligó a actuar moderadamente y ralentizó la vuelta completa a la política monetaria convencional. El buen funcionamiento de estas medidas reforzó la idea de que el BCE desempeña un papel estructural y protagonista, tanto en la estabilidad de la eurozona a nivel macroeconómico como en las gestiones de las crisis financieras. Además, la experiencia durante esta etapa proveyó al BCE de nociones previas para afrontar con mayor rapidez la crisis que desencadenó la pandemia del Covid-19.

6. La respuesta monetaria del BCE ante el Coronavirus.

El escenario previo a la pandemia ya presentaba condiciones excepcionales para la política monetaria: inflación persistente, tipos de interés cercanos a cero (incluso negativos) y balances de los bancos centrales muy expandidos tras años consecutivos de programas de compra de activos; este panorama dejaba atrás las políticas convencionales, convirtiéndolo a las políticas extraordinarias en el plan actual del BCE. Este contexto, condicionó de manera decisiva la respuesta a la crisis sanitaria basada en instrumentos no convencionales ya conocidos por el sistema central (BDE, 2021a).

Como se expuso anteriormente, en marzo de 2020, y con la rápida propagación del virus, junto a la pausa económica derivada de los confinamientos en los hogares, generaron un pánico inicial en los mercados financieros. La reacción se tradujo en fuertes caídas bursátiles, aumentos en los niveles de primas de riesgo soberanas (con especial intensidad en el sur de Europa) y endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados interbancarios y de capital.

En tiempo récord, la eurozona estaba abocada hacia una recesión profunda a nivel financiero por lo que la reacción del BCE tenía que ser consistente en torno a dos objetivos clave y complementarios, tal y como anunció en su comunicado del 12 de marzo de 2020 el Consejo de Gobierno del BCE (BCE, 2020d) :

1. Contener un colapso financiero inmediato. El objetivo era restaurar la liquidez y el funcionamiento del mercado interbancario.
2. Preservar condiciones de financiación favorables para Gobiernos, empresas y bancos, con el fin de que la actividad económica siguiera operando accediendo a financiación en condiciones favorables.

Estos dos pilares eran fundamentales para seguir con la política monetaria y permitía a las políticas fiscales de los países integrantes actuar con una estabilización sin disparar los costes de financiación pública.

Para esto, el BCE combinó ampliaciones de programas de compra de activos, inyecciones masivas de liquidez y medidas de carácter operativo y de componente temporal, ya que estas herramientas tenían como función estabilizar la fase aguda de la pandemia.

6.1. Medidas no convencionales como respuesta a la crisis del Coronavirus:

6.1.1. PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme).

Programa de compras extraordinarias que se aprobó en marzo de 2020 (BCE, 18 de marzo de 2020) con una dotación y flexibilidad inéditas, no sólo por volumen sino por la posibilidad de variar la distribución temporal de las compras. A diferencia de programas anteriores, el PEPP aprobado, no estaba limitado por las cuotas nacionales de capital del BCE, de esta forma permitía dirigir las compras allí donde surgieran tensiones más severas. El objetivo fue contener tensiones en los mercados de deuda soberana y corporativa y evitar la fragmentación financiera entre países de la eurozona. Gracias a esta medida, se contuvo la rápida subida de las primas de riesgo en países como Italia o España, que en apenas días habían visto cómo los diferenciales de sus bonos respecto al alemán se ampliaban a niveles preocupantes (Aguilar, et al. BDE, 2024). Además, se reforzó temporalmente el APP (Asset Purchase Programme) para sostener la demanda de activos (BDE, s. f.).

6.1.2. Provisión de liquidez y operaciones de refinanciación.

i. Subastas a tipo fijo con adjudicación plena (full allotment) y líneas de liquidez puente: desde marzo se ofreció a la banca liquidez a muy bajo coste y sin límite para cubrir la demanda, incluyendo operaciones de corto plazo diseñadas como puente en el momento de máxima tensión en la primavera de 2020.

ii. TLTROs / TLTRO- III y condiciones mejoradas: las líneas dirigidas a incentivar la concesión de crédito a la economía real se mantuvieron y adaptaron, con ventanas y condiciones que aumentaron la capacidad de absorción de liquidez por parte de los bancos. Estas condiciones se complementaron con subasta de liquidez a tipo fijo con adjudicación plena, lo que en la práctica significaba que los bancos podían acudir a pedir toda la financiación que necesitasen a un tipo de interés muy reducido (BCE, 30 de marzo de 2021, actualizado 13 de septiembre de 2024).

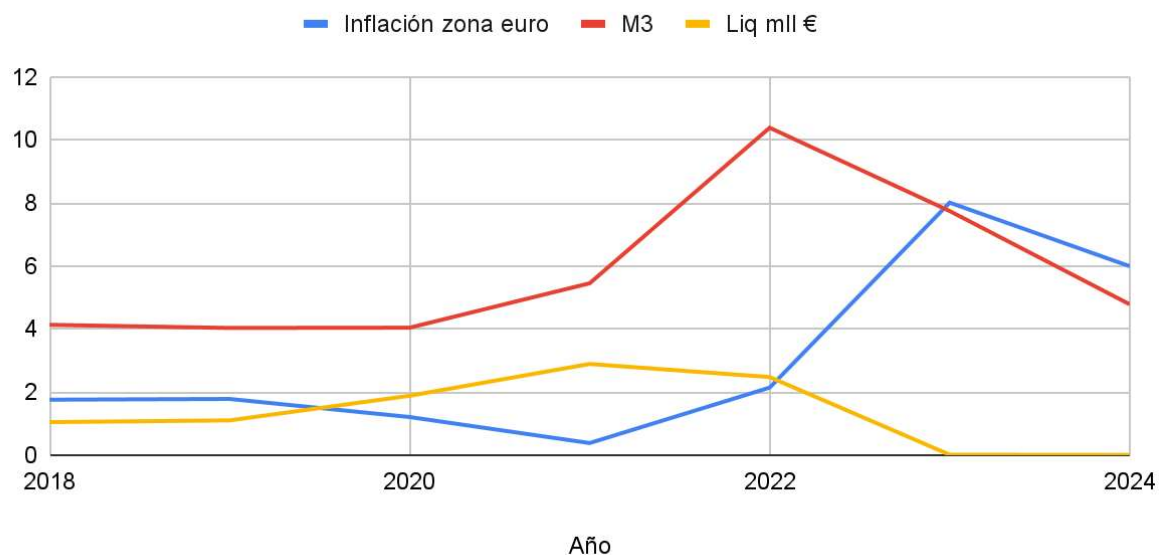
En el siguiente gráfico (gráfico 8) se muestra la relación entre el agregado monetario M3 y la liquidez excedentaria del Eurosistema en la zona euro durante los periodos 2018-2024, añadiendo la inflación para mostrar su relación directa.

Durante los primeros años de pandemia (2020 y 2021), se observa un aumento notable en los indicadores de liquidez dadas las respuestas de política expansivas del BCE. La inflación por su parte, responde a estas medidas con cierto retardo ya que el efecto tarda en materializarse sobre los precios.

A partir de 2022, la liquidez comienza a disminuir, debido a vencimientos y reembolsos³⁷ (BCE, 17 de enero de 2024) de las operaciones de política monetaria expansivas y retirada progresiva de estas políticas por parte del BCE:

³⁷ A partir de 2022, el exceso de liquidez en el sistema bancario de la eurozona comenzó a disminuir, pasando de 4,748 billones de euros en noviembre de 2022 a 2,711 billones en julio de 2025. Esta reducción se explica principalmente por vencimientos y reembolsos de las operaciones de política monetaria expansiva (como TLTRO y compras de activos) y la retirada progresiva de estas medidas por parte del BCE.

Gráfico 8: Relación entre agregado monetario M3 - Inflación y liquidez



Fuente: Elaboración propia a partir de datos históricos del BCE. Datos normalizados con base 100 en enero de 2018.

6.1.3. Flexibilización de garantías en operaciones de financiación.

Se amplió temporalmente la lista de activos aceptados como colateral y se relajaron ciertos requisitos (calidad mínima, descuentos aplicables), con el fin de que entidades con activos menos líquidos también pudieran acceder a financiación del Eurosistema en condiciones normales. Este movimiento fue decisivo para asegurar que bancos con activos menos líquidos, pero solventes, pudieran seguir accediendo a la liquidez del Eurosistema sin restricciones excesivas.

6.1.4. Medidas dirigidas a mercados corporativos y bancos.

i. Compras de deuda corporativa y programas específicos para restablecer el mercado de covered bonds y bonos corporativos.

ii. Coordinación internacional para asegurar liquidez en monedas extranjeras. El BCE amplió sus líneas swap con la Reserva Federal estadounidense, asegurando de este modo que las entidades europeas pudieran acceder a financiación en moneda extranjera. De este modo, se estabilizaron los mercados de derivados y de financiación corporativa en dólares, que habían sufrido fuertes tensiones por la pandemia.

7. Respuesta del mercado financiero y de la economía a corto plazo de las políticas monetarias expansivas del BCE.

Las medidas monetarias expansivas implementadas por el BCE durante la pandemia tuvieron un efecto inmediato sobre los mercados y economía. Los flujos de liquidez y las operaciones de crédito tuvieron un impacto rápido sobre la estabilidad financiera, sin embargo, la inflación permaneció baja y los efectos se manifestaron con cierto retraso reflejando de esta forma la necesidad de tiempo para que las medidas expansivas se transmitieran a la economía real (Castillo, Doménech & Jiménez, 2021).

Según un análisis de BBVA Research (2020), tras el shock inicial de la pandemia, la combinación de estímulos fiscales y monetarios contribuyó a reducir la volatilidad de los mercados tras el anuncio del PEPP y las operaciones TLTRO en 2020. Estas medidas fueron esenciales para contener el impacto sobre el sistema financiero durante el período comprendido entre junio 2020 y junio 2021. Asimismo, los bancos mantuvieron un flujo estable de crédito hacia empresas y hogares gracias al apoyo del BCE.

A pesar de la contundencia de las medidas, la política monetaria no era suficiente para revertir el parón de productividad derivado de restricciones sanitarias.

En este apartado se expondrán las respuestas que se han estudiado en los diferentes agentes económicos como en la economía real evaluando los efectos de

las políticas expansivas adoptadas por el Banco Central, analizando su alcance y limitaciones.

7.1. Reacción a los mercados financieros.

Las medidas de política monetaria expansiva adoptadas por el Banco Central Europeo tras la irrupción de la pandemia del Coronavirus tuvieron efectos inmediatos sobre los mercados financieros. El lanzamiento del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) en marzo de 2020, con una dotación inicial de 750.000 millones de euros hasta llegar a un total de 1.850.000 millones de euros, fue diseñado estratégicamente para apoyar el buen funcionamiento de los mercados financieros y contribuir a la estabilidad de las condiciones de financiación en la zona del euro. Este programa tenía por objetivo paliar los riesgos de fragmentación financiera en los mercados que amenazaba la crisis sanitaria. Las compras de activos bajo el PEPP ayudaron a mejorar las condiciones de mercado mediante la compresión de las primas de riesgo y la reducción de los rendimientos de los bonos soberanos, lo que reflejó una menor percepción de riesgo por parte de los agentes financieros y una mayor liquidez en los segmentos clave de los mercados de deuda. Las compras de activos bajo el PEPP contribuyeron a reducir los rendimientos de los bonos a largo plazo y a comprimir las primas de riesgo, reforzando la liquidez del mercado y mejorando la transmisión de la política monetaria, según datos del BCE en sus informes (BCE, 2023, 6 de noviembre).

Además, las reformas en las condiciones de las operaciones de financiación a largo plazo (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO III) y las medidas de flexibilización de los activos admisibles como garantía facilitaron un acceso más amplio a la liquidez por parte de las entidades bancarias, reforzando la confianza en los mercados financieros y reduciendo la volatilidad.

7.2. Impacto en el PIB, precios y empleo.

Las políticas monetarias expansivas también tuvieron repercusión de forma más gradual en la economía de los países.

Por una parte, la compra de activos y el acceso a mejores condiciones financieras, mitigaron los efectos de la crisis sobre la actividad económica. En 2020, la zona euro sufrió una profunda contracción de la actividad económica, con un descenso del PIB del 6,6% (ver apartado 3.2), y la inflación cayó a un promedio del 0,3%, con la subyacente en 0,7% (ver apartado 3.1). Además, la pandemia impactó directamente en el empleo, aumentando la tasa de desempleo del 7,5% al 8,1% y afectando principalmente a sectores como turismo, hostelería y servicios (ver apartado 3.3).

Aunque la política monetaria no fuera capaz de revertir por completo la caída de actividad por los condicionantes de confinamientos y restricciones en actividades sociales y turismo, sí ayudó a moderar en parte los efectos de la pandemia.

En el contexto de la economía real, las TLTRO mantuvieron la línea de crédito a empresas y hogares, evitando de esta forma la contracción de la demanda. Este programa fue decisivo para las pymes y sectores afectados directamente por las restricciones sanitarias impuestas, asegurando continuidad en el flujo económico y retorno de liquidez a los mercados financieros.

La reducción de los costes de financiación de las compras de activos permitió a los gobiernos trabajar en medidas de apoyo fiscal (ver apartado 3.4) como apoyo al consumo y la inversión, reforzando la transmisión de la política monetaria hacia la economía real.

7.3. Eficacia de las medidas.

Como se ha observado a lo largo de este trabajo, las políticas monetarias expansivas del BCE combinaron intervenciones con impacto en los mercados financieros y en la actividad económica.

La siguiente tabla (Tabla 1) resume las principales medidas adoptadas que se han detallado en apartados anteriores del trabajo:

Tabla 1: Medidas de política monetaria por el BCE como respuesta al coronavirus

Medida	Objetivo	Mecanismo de actuación	Alcance	Efectos
PEPP	Estabilizar mercados financieros y reducir coste de financiación	Compra masiva de activos e inyección directa de liquidez	Mercados financieros y bancos de la zona euro. Transmisión indirecta la economía real	Compresión de primas de riesgo, disminución de volatilidad,
TLTRO III	Crédito a hogares y empresas	Préstamos a l.o a tipos reducidos	Sector bancario, economía real (hogares y pymes)	Apoyo a pymes y hogares. Sectores afectados por restricciones sanitarias. Mitigación en la economía real.
APP	Liquidez en mercados y apoyo de condiciones financieras	Compra de deuda soberana	Mercado financiero y bancario	Estabilización de precios de activos financieros. Contribución indirecta en la confianza de inversores.
MRO	Liquidez a c.p bancaria	Préstamos semanales a tipos fijos	Sistema bancario	Reducción de riesgo interbancario
Facilidades	Estabilizar tipos a c.p	Operaciones de financiación intradía entre BCN	Sistema interbancario	Efecto indirecto sobre crédito y economía real
Forward guidance	Expectativas de agentes económicos y mercados	Trayectoria de tipos y compras de activos	Mercado financiero y economía real	Influye en expectativas de inversión y crédito

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

El PEPP y las TLTRO III destacan como las medidas más significativas por su alcance y su capacidad para reforzar la transmisión de la política monetaria.

El PEPP se formó como herramienta central de estabilización para los mercados financieros en el contexto de elevada incertidumbre derivada de la pandemia. Su diseño permitió contener tensiones en los mercados de deuda soberana reduciendo las primas de riesgo. De este modo, el PEPP aseguró unas condiciones favorables de financiación en la zona euro, reforzando la transmisión de la política monetaria.

Por su parte, el papel de las TRTLO III fue fundamental en la transmisión de las políticas monetarias adoptadas por el BCE hacia la economía real. Las condiciones favorables al ofrecer financiación incentivó a las entidades financieras a mantener el flujo de préstamos hacia empresas y hogares. Especialmente se vieron beneficiados hogares y pymes y resultó ser relevante para sectores más afectados por las restricciones sanitarias evitando así una contracción de la actividad económica.

Estas conclusiones se basan en las evidencias publicadas en los Informes Anuales del Banco Central Europeo y sus análisis publicados, donde se documenta el impacto del PEPP sobre los mercados financieros y la relevancia de las TLTRO III en el mantenimiento de la liquidez durante la pandemia (BCE, 16 de marzo de 2021).

7.4. Limitaciones y riesgos de las políticas monetarias expansivas.

Tal como se ha analizado en los apartados anteriores, hemos visto cómo la COVID-19 provocó una contracción económica y una fuerte volatilidad en los mercados financieros. La respuesta expansiva por parte del BCE destinada a estabilizar el panorama económico y garantizar la liquidez del sistema bancario necesitaba apoyo complementario de las políticas fiscales por parte de los países de la zona euro.

No obstante, las medidas adoptadas tuvieron limitaciones por la propia gravedad y naturaleza de lo que estaba ocurriendo: confinamientos, sectores parados,

restricciones de actividad social y económica. Además la aplicación de las políticas monetarias se lanzaron centralizadas desde el BCE, por lo que la zona euro se enfrentó a heterogeneidades entre países debido a sus diferencias sectoriales y su exposición económica.

En este apartado reflexiono sobre las limitaciones de la política monetaria ya que no pudo actuar de manera aislada para hacer frente a la magnitud de lo ocurrido con el coronavirus. y por último, abordaré el riesgo a medio y largo plazo sobre el aumento de precios y endeudamiento público.

7.4.1. Limitaciones estructurales.

La efectividad de las políticas monetarias expansivas se vio restringida a consecuencia de las medidas sanitarias y confinamientos que paralizaron sectores económicos completos. Los más afectados fueron el turismo, hostelería, transporte y ocio, dejando interrupciones temporales en las cadenas de suministro a estos mismos sectores.

Aunque se tomaron medidas para garantizar la liquidez y condiciones de crédito favorables, según el informe anual de 2020 del BCE, no se pudo evitar la contracción de la actividad ni compensar los efectos sobre la actividad económica real.

La política monetaria estaba limitada en su actuación sobre los factores de producción y consumo que se dieron en la pandemia: la transmisión de los tipos de interés reducidos y el acceso al crédito queda restringida si los hogares y empresas con acceso a estos estímulos no pueden realizar inversiones ni compras debido a las propias limitaciones derivadas de las restricciones sanitarias impuestas.

A esto se suma la incertidumbre sobre la duración de la pandemia y el consecuente levantamiento gradual de las restricciones y confinamientos, lo que llevaba a incertidumbre y falta de confianza de consumidores y empresas limitando de esta forma las inversiones y el consumo.

7.4.2. Diferencias entre países de la zona euro.

Las políticas monetarias se lanzaron de forma centralizada impactando en todos los países de la zona euro. La eficacia de las medidas estuvo condicionada a la propia economía y estructura sectorial de los países miembros.

Según datos rescatados del Eurostat, países con mayor exposición a sectores directamente relacionados con los confinamientos como el turismo, hotelería y transporte, sufren contracciones más pronunciadas. Por ejemplo, en 2020, el PIB real de España se contrajo un 11%, Italia un 8,9%, frente a Alemania con una caída del 5% (Eurostat, 2021) . Lo que refleja que aunque la política ofreciera liquidez, no se podía compensar la paralización de ciertas actividades esenciales en países más turísticos.

Del mismo modo, los Estados miembros no disponían de la misma capacidad de actuación en referente a medidas fiscales para complementar la política monetaria y se crearon divergencias económicas entre países, especialmente entre aquellas economías más dependientes de sectores como el turismo y la hotelería.

Estos países requerían un apoyo fiscal más intenso para complementar la acción de la política monetaria. Dado que no había una respuesta fiscal homogénea, los estímulos monetarios actuaron como principal mecanismo de estabilización, pero no se pudo evitar divergencia entre el ritmo de recuperación de los países. La creación de instrumentos europeos comunes, como el programa SURE (visto anteriormente en el trabajo), supuso un avance hacia una mayor coordinación fiscal. No obstante, tal como subraya el Banco de España en su estudio (BDE, 2021b), estos mecanismos no sustituyeron plenamente a las políticas fiscales nacionales en el corto plazo ni eliminaron las diferencias iniciales en la capacidad de respuesta de los Estados miembros.

En conjunto, la experiencia de la pandemia puso de relieve que la eficacia de la política monetaria depende de la coherencia y complementariedad de las políticas fiscales nacionales, y que la ausencia de una política fiscal centralizada puede limitar la transmisión de los estímulos monetarios a la economía real.

7.4.3. Riesgos a medio y largo plazo de las políticas monetarias expansivas.

Las políticas monetarias expansivas fueron esenciales para contener los efectos inmediatos de la crisis y tener una estabilidad financiera, sin embargo, su prolongación en el tiempo generó una serie de riesgos a medio y largo plazo que comenzaron a notarse tras la pandemia.

Uno de los principales riesgos que se han asociado a las políticas de estímulo fue el repunte de la inflación tras la pandemia. Durante 2020 y 2021, la inflación se mantuvo en niveles reducidos (ver gráfico 2); la recuperación progresiva de la demanda sumado a las condiciones financieras beneficiosas contribuyeron a un aumento de las presiones inflacionistas a partir del 2022. Este cambio obligó al BCE a modificar su estrategia expansiva, poniendo fin a los programas de compras de activo (BCE, 23 de junio de 2022) y elevando los tipos de interés de referencia (BCE, 15 de diciembre de 2022).

Un segundo riesgo relevante fue el incremento del endeudamiento público y privado debido a las condiciones financieras favorables. Además esta situación estaba reforzada por las compras de deuda soberana por parte del BCE. Aunque este endeudamiento se consideraba necesario para sostener la actividad económica de los países, también aumentó los ratios de deuda especialmente de los países que ya contaban con una deuda elevada ³⁸.

La experiencia de la pandemia puso de manifiesto la complejidad del proceso de implementar políticas monetarias y mantener un proceso de normalización. La retirada progresiva de los estímulos supuso uno de los principales retos para la política monetaria europea ya que debía realizarse metódicamente para evitar tensiones en los mercados financieros, y a su vez, prevenir un aumento de las disparidades entre los países Estados miembros, dado que sus recuperaciones también eran diferentes.

³⁸ Durante la pandemia se registró una deuda bruta consolidada de toda la UE del 90%, el máximo hasta la fecha (Unión Europea. s. f.)

Conclusiones.

En 2020 nadie tenía claro a qué nos íbamos a enfrentar. Veíamos cómo los gobiernos centrales mundiales imponían medidas sociales extremas, decisiones que parecían sacadas de una novela distópica: toques de queda, restricción de movilidad nacional, cierre de fronteras internacionales, sistemas de salud al límite. La sociedad quedó confinada, el sistema sanitario desbordado y la economía obligada a encontrar un nuevo rumbo. Estábamos en manos de las autoridades y sus decisiones para enfrentar el cierre de comercios, desempleo forzoso y pérdidas irreparables de familiares.

En medio de este escenario caótico los líderes políticos fueron protagonistas del momento. Cada aparición en los medios suponía una nueva decisión, y todos los ciudadanos estaban pendientes del siguiente movimiento. En paralelo, el papel del Banco Central Europeo, el conductor de la política monetaria en la zona euro, tuvo que actuar con la misma urgencia, aplicando políticas monetarias expansivas con la esperanza de calmar los mercados y evitar un desplome económico.

Durante los meses más críticos las medidas lanzadas por el BCE sí lograron lo que parecía imposible: evitar un colapso económico y garantizar liquidez en la economía de empresas y familias. Sin embargo, estas medidas no podían evitar cierres de empresas o parálisis de sectores como el turismo y hostelería, sumado a las decisiones unilaterales para toda la zona euro con su disparidad de tejido económico.

A lo largo del presente trabajo se ha evidenciado que las políticas adoptadas contuvieron un colapso económico. Tanto a las empresas como a las familias les llegaba liquidez porque los bancos podían seguir prestando, y a los países se les daba facilidades para ejecutar facilidades fiscales. A primera vista estábamos remando hacia una misma dirección y el capitán era el BCE. Pero ¿qué efectos a largo plazo dejaron estos estímulos monetarios? ¿El incremento de inflación post pandemia ha sido consecuencia de años de política expansiva acumulada?

La impresión de dinero, las líneas de crédito, el programa de compra de activos, comenzó a configurar una dinámica sin medir las posibles consecuencias a largo plazo. La expansión monetaria generó un entorno de liquidez abundante y tipos de interés extraordinariamente bajos durante un periodo prolongado. Cuando la demanda comenzó a recuperarse, el exceso de liquidez presionó en una subida de precios alcanzando niveles récord en 2022.

No existe evidencia exclusiva para atribuir la inflación sostenida tras la pandemia a las decisiones de política monetaria expansiva del BCE, sin embargo es difícil no cuestionar si las medidas de liquidez se tensionaron y si se pudo de alguna manera compensar o al menos prever estos movimientos de subidas de precio.

Otra de las cuestiones a debatir es sobre las decisiones uniformes en toda la zona euro y si es ciertamente independiente la política monetaria de la política fiscal de los países. No todos los integrantes de la zona euro podían remar con la misma fuerza. Las políticas adoptadas por el BCE se aplicaban de manera uniforme y algunos países veían cómo su PIB caía con fuerza, o cómo sectores de su economía se paralizaban, como en el caso de España.

Esta desigualdad, planteó un dilema de dependencia de estas ayudas y estímulos monetarios además de hacer más grande la brecha entre países. El BCE compró grandes volúmenes de deuda pública de países con altos niveles de endeudamiento, a cambio de presión sobre los gobiernos centrales para introducir medidas fiscales, haciendo que la independencia de política fiscal y monetaria acabara por difuminarse.

Por otro lado, el Programa de Compras de Emergencia y las operaciones TLTRO fueron decisivos para mantener la economía durante los primeros años de pandemia, pese a ello, el riesgo existía a largo plazo. El acceso a financiación creó un exceso de liquidez sin formas de transformarlo en nuevas inversiones de crecimiento en la economía real por la situación de parón económico. Dejando un vacío en la economía real y traspasando esta liquidez a la compra de activos financieros. Esto generó distorsiones en los mercados favoreciendo a los que más

se estaban beneficiando durante la pandemia, especialmente en el sector de la tecnología.

La eficacia y el papel del BCE no es lo discutible, lo que sí merece análisis son los límites de actuación y las consecuencias que una intervención prolongada y homogénea en toda la zona euro puede dejar en el sistema.

Bibliografía.

Aguilar, P., Arce, Ó., Hurtado, S., Martínez- Martín, J., Nuño, G., Thomas, C. (2020). *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis de la COVID-19*. FUNCAS. Disponible en: [La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis de la COVID-19 - Funcas](#)

Aguilar, P. A., Alloza, M., Costain, J., Hurtado, S., & Martínez- Martín, J. (BDE, 2024). *El efecto de los programas de compras de activos del Banco Central Europeo en las cuentas públicas de España* (Documento Ocasional nº 2409). Banco de España. Disponible en: [El efecto de los programas de compras de activos del Banco Central Europeo en las cuentas públicas de España. Documentos Ocas](#)

Alonso, D., Buesa, A., Moreno, C., Párraga, S., & Viani, F. (BDE, 2021b). *Medidas de política fiscal adoptadas a partir de la segunda ola de la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido* (Documento Ocasional n.º 2118). Banco de España. Disponible en: [Medidas de política fiscal adoptadas a partir de la segunda ola de la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino](#)

Baliña, S. & Cano, D. (2010). *Política monetaria no convencional como respuesta a la crisis financiera*. *Economía Internacional. Cuadernos de Información Económica*, 224 (septiembre-octubre), 71-82 [Política monetaria no convencional como respuesta a la crisis financiera](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 2007, 24 October). *The euro money and financial markets: Where do we stand?* Speech. European Central Bank. Disponible en: [The euro money and financial markets: Where do we stand?](#)

Banco Central Europeo (ECB, 2010) – Asset Purchase Programmes. *Securities Markets Programme (SMP)*. [Asset purchase programmes](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 2017, actualizado 2022). *¿Qué es la forward guidance?* European Central Bank. Disponible en: [¿Qué es la forward guidance?](#)

Banco Central Europeo (BCE, 2019). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area: September 2019*. Versión en español. Disponible en: [ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2019](#)

Banco Central Europeo (BCE, 2020a). *Informe anual 2020*. Versión en español. Disponible en: [Informe Anual 2020, BCE](#)

Banco Central Europeo (BCE, 2020b). *Boletín económico del BCE, 2020*. Disponible en: [BCE – Boletín Económico, Número 5 / 2020. Evolución económica y monetaria.](#)

Banco Central Europeo (BCE, 2020c, enero). *El BCE inicia una revisión de su estrategia de política monetaria*. Nota de prensa. Disponible en: [El BCE inicia una revisión de su estrategia de política monetaria](#)

Banco Central Europeo (BCE, 2020d). *Monetary policy decisions – 12 March 2020*. Disponible en: [Monetary policy decisions](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 18 de marzo de 2020). *El BCE anuncia un programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) por importe de 750 000 mm de euros* [Nota de prensa] Disponible en: [El BCE anuncia un programa de compras de emergencia frente a la pandemia \(PEPP\) por importe de 750 mm de euros](#)

Banco Central Europeo (BCE, 2021a). *Política monetaria: instrumentos del Eurosistema*.

Banco Central Europeo. (BCE, 16 de marzo de 2021). *Economic Bulletin, Issue 2/2021*. Banco Central Europeo. Disponible en: [Economic Bulletin Issue 2, 2021](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 30 de marzo de 2021, actualizado 13 de septiembre de 2024). *Qué son las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO)*. Disponible en: [¿Qué son las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico \(TLTRO\)?](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 23 de junio de 2022). *Boletín Económico, Número 4/2022*. Banco Central Europeo (traducción al español a cargo del Banco de España). Disponible en: [BCE – Boletín Económico, Número 4/2022](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 15 de diciembre de 2022). *Decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno*. Comunicado de prensa. Banco Central Europeo. Disponible en: [Decisiones de política monetaria](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 2023a, 27 Julio). *ECB adjusts remuneration of minimum reserves*. Disponible en: [ECB adjusts remuneration of minimum reserves](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 2023, actualizado el 8 de noviembre). *What are minimum reserve requirements?* ECB Explainers. [What are minimum reserve requirements?](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 6 de noviembre de 2023). *The pandemic emergency purchase programme – an initial review*. *ECB Economic Bulletin, Issue 8/2023, Article 1*. Disponible en: [The pandemic emergency purchase programme – an initial review](#)

Banco Central Europeo (BCE, 2023, 14 de diciembre). *Decisiones de política monetaria del BCE: tipos de interés y proyecciones macroeconómicas*. Nota de prensa. Disponible en: [Monetary policy decisions](#)

Banco Central Europeo. (BCE, 17 de enero de 2024). *Liquidity conditions and monetary policy operations from 2 November 2022 to 7 February 2023*. En *ECB*

Economic Bulletin Focus (Box 8, ECB Economic Bulletin, Issue 2/2023). Banco Central Europeo. Disponible en: [Liquidity conditions and monetary policy operations from 2 November 2022 to 7 February 2023](#)

Banco Central Europeo (BCE, s. f.a). *The Eurosystem's instruments* (Instrumentos de política monetaria). Disponible en: [The Eurosystem's instruments](#)

Banco Central Europeo (BCE, s. f.b). *Excess liquidity*. Disponible en: [What is excess liquidity?](#)

Banco Central Europeo (BCE, s. f.c). *Key ECB interest rates*. Disponible en: [Key ECB interest rates](#)

Banco Central Europeo (BCE, s.f.d). *Liquidity analysis* (Análisis de liquidez). Disponible en: [Liquidity analysis](#)

Banco de España. (BDE, 2013). *Boletín Económico*, Enero 2013. Disponible en: [Boletín Económico. Enero 2013. Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis](#)

Banco de España (BDE, 2021) Un análisis empírico de los factores que pueden potenciar la efectividad del Programa Next Generation. *Boletín Económico*,4/2021 Disponible:<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/21/T4/Fich/be2104-art36.pdf>

Banco de España (BDE, 2021a). *Las medidas del Banco Central Europeo y del Banco de España contra los efectos del COVID-19 en el marco de los activos de garantía de política monetaria, y su impacto en las entidades españolas* (Documentos Ocasionales, 2128). Disponible en:[Las medidas del Banco Central Europeo y del Banco de España contra los efectos del COVID-19 en el marco de los activos de garan](#)

Banco de España (BDE, s. f.a). *¿Qué son los agregados monetarios? Definición y funciones del dinero*. Preguntas frecuentes. Disponible en: [¿Qué son los agregados monetarios? - Definición y funciones del dinero - Preguntas frecuentes - Banco de España](#)

Banco de España (BDE, s.f.b). *¿Qué son las facilidades permanentes?* Política monetaria — Tipos de interés del BCE. Disponible en: [¿Qué son las facilidades permanentes? - Tipos de interés del BCE - Banco de España](#)

Banco de España. (BDE, s. f.c). *¿Qué son los requerimientos de reservas mínimas?* Tipos de interés del BCE. Disponible en: [¿Qué son los requerimientos de reservas mínimas? - Tipos de interés del BCE - Banco de España](#)

Banco de España (BDE, s. f.e). *¿Qué papel ha desempeñado el BCE en la crisis del COVID-19?* Disponible en: [¿Qué papel ha desempeñado el BCE en la crisis del COVID - 19? - Los nuevos instrumentos del BCE - Banco de España](#)

Banco de España. (BDE, s.f.f). *En qué consiste el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP).* Disponible en: [What is the pandemic emergency purchase programme \(PEPP\)? - The ECB's new instruments - Banco de España](#)

BBVA Research. (2020). *Informe trimestral 4T 2020: Entorno macroeconómico y sectorial.* Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA). Disponible en: [Informe trimestral 4T 2020 - Entorno](#)

BBC News Mundo. (2020). *Segunda ola de coronavirus: la vida en Europa vuelve a cambiar con nuevas restricciones contra el coronavirus.* Disponible en: [Segunda ola de coronavirus: la vida en Europa vuelve a cambiar con nuevas restricciones contra el coronavirus - BBC News Mundo](#)

Brussels: European Banking Federation. https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2017/01/D2140d-2009-Outlook_28_-_layout-2009-01938-01-E.pdf

Bolsas y Mercados Españoles (BME, 2020). *Informe de Mercado 2020.* Disponible en: [Informe de Mercado 2020](#)

Carbó Valverde, S., & Rodríguez Fernández, F. (Eds.). (2021). *Las finanzas tras la pandemia* (Papeles de Economía Española, N.º 170). Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas). Disponible en: [LAS FINANZAS TRAS LA PANDEMIA](#)

Castillo, S., Doménech, R., & Jiménez, M. (Coords.) (Funcas, 2021). *La política monetaria en la Eurozona ante la COVID-19. Papeles de Economía Española*, n.º 170. Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas). Disponible en: [LAS FINANZAS TRAS LA PANDEMIA](#)

Comisión Europea. (2020). *The sectoral impact of the COVID-19 crisis*. Disponible en: [The Sectoral Impact of the COVID-19 Crisis](#)

Deprés, M., Villegas, R. y Ayora, J. (2025). *Manual de regulación bancaria en España* (4.ª ed. revisada). Editorial Funcas.

Dwyer, G. P., Gilevska, B., Nieto, M. J., & Samartín, M. (2023). *The effects of the ECB's unconventional monetary policies from 2011 to 2018 on banking assets. International Review of Financial Analysis*, 101800 (artículo científico publicado en revista de investigación financiera). Disponible en: [The effects of the ECB's unconventional monetary policies from 2011 to 2018 on banking assets - ScienceDirect](#)

EDEM Escuela de Empresarios. (2020). *Situación de la bolsa en momentos de pandemia*.

European Banking Federation (EBF, 2009). *EBF Outlook N°28: End-Year Economic Outlook on the Euro Area 2009–2010: The euro area on a bumpy road to recovery*.

European Commission (2020) [Europe proposes to allocate 21.3 billion euros to Spain under the European instrument SURE, which allows the costs of Temporary Lay-off Plans \(ERTEs\) and benefits for independent contractors to be financed](#)

Eurostat. (2021). *Annual national accounts: Real GDP annual growth rates by country, 2020*. Oficina Estadística de la Unión Europea. Disponible en: [Database - Eurostat](#)

Euronews, (2020): [Euro area debt soars to 98% of GDP amid COVID-19 crisis, says Eurostat | Euronews](#)

Instituto Nacional de Estadística (INE, 2021). *Annual National Accounts of Spain: Main aggregates. Years 2018–2020*. Nota de prensa. Disponible en: https://www.ine.es/en/prensa/cna_pa_2020_en.pdf

Kammer, A. (FMI, 20 de octubre de 2021). *Europe's post-pandemic economic challenges*. Fondo Monetario Internacional. Disponible en: [Los retos económicos para Europa después de la pandemia](#)

Kindelán, A., & Cortina, A. (2022). *La política monetaria del Banco Central Europeo y la crisis del COVID-19*. En *La crisis del COVID-19: el camino a la recuperación. Información Comercial Española, (ICE): Revista de Economía*, enero-febrero 2022. Disponible en: <https://www.revistasice.com/index.php/ICE/article/view/7354/7405>

Millaruelo, A. & del Río, A. (2013). *Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis*. *Boletín Económico, Banco de España* (Banco de España, 2013, Art. 4), 89-100 [Boletín Económico. Enero 2013. Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis](#)

Unión Europea. (s. f.). *Hechos y cifras clave sobre la Unión Europea*. Disponible en [Datos y cifras sobre la Unión Europea](#)