

Capítulo 1

La política monetaria de la Unión Europea

1. Introducción

La política monetaria de la Unión Europea constituye uno de los pilares fundamentales de la integración económica y financiera del continente, materializada principalmente a través de la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM). La UEM incluye a los países de la UE que adoptaron el euro como moneda única, conformando la llamada zona euro. Este capítulo explora los fundamentos, objetivos, instrumentos y desafíos de la política monetaria de la UE, destacando el papel central del Banco Central Europeo (BCE) en su diseño y ejecución.

El euro celebra su 25.º aniversario durante este 2024, lo que representa una oportunidad para reflexionar sobre el desarrollo de la moneda en los mercados de divisas internacionales y el desempeño del BCE a la hora de proporcionar una unidad de pago estable a los ciudadanos europeos. El BCE ha tenido que guiar al euro a través de varias crisis y momentos difíciles, entre ellos la crisis financiera mundial, la crisis de la deuda europea, la recesión mundial provocada por la pandemia de Covid-19 y, hasta ahora, la invasión rusa de Ucrania. La estabilidad de la zona del euro se ha puesto a prueba en numerosas ocasiones. A pesar de estos desafíos los ha superado con éxito. Sin embargo, han surgido desafíos futuros que el BCE, los gobiernos nacionales y la Comisión Europea deben abordar.

2. Origen y fundamentos de la política monetaria

La historia de la Unión Económica y Monetaria (UEM) de la Unión Europea es un relato de avances, retrocesos y continuas transformaciones hacia una mayor integración económica y monetaria. Todo comenzó en 1969, cuando los líderes europeos, reunidos en la Cumbre de La Haya, establecieron como objetivo la creación de una UEM. Un comité liderado por Pierre Werner propuso un ambicioso plan para lograrla en diez años, pero el colapso del sistema de Bretton Woods y la creciente inestabilidad de las monedas internacionales dificultaron su puesta en marcha, deteniendo el proyecto.



En 1972, se intentó revivir el esfuerzo con el mecanismo conocido como la «serpiente en el túnel», que buscaba controlar las fluctuaciones de las monedas europeas frente al dólar. Sin embargo, las crisis del petróleo, la debilidad del dólar y las disparidades en las políticas económicas hicieron que este sistema colapsara rápidamente, reduciéndose a un pequeño grupo de países en torno al marco alemán.

La idea de estabilidad monetaria resurgió en 1978 con la creación del Sistema Monetario Europeo (SME), basado en tipos de cambio fijos pero ajustables y en la Unidad Monetaria Europea (ECU). Aunque no estuvo exento de dificultades, este sistema contribuyó significativamente a reducir las fluctuaciones cambiarias y estableció un marco político y técnico para avanzar hacia la UEM.

El verdadero impulso llegó en 1988, cuando un comité liderado por Jacques Delors, presidente de la Comisión Europea, propuso una hoja de ruta en tres fases para implementar la UEM. Este informe subrayó la importancia de coordinar políticas económicas, establecer límites a los déficits presupuestarios y crear una institución independiente que gestionara la política monetaria: el Banco Central Europeo (BCE). Estas propuestas se concretaron en el Tratado de Maastricht de 1991, que sentó las bases legales y estableció las etapas para la creación de la UEM. El BCE, creado en 1998, asumió la responsabilidad de implementar la política monetaria común a partir de 1999.

El euro nació en 1999 como moneda electrónica, y en 2002 comenzó a circular en billetes y monedas. Este logro fue posible gracias a la disciplina fiscal y monetaria que los Estados miembros adoptaron para cumplir los estrictos criterios de convergencia. Sin embargo, algunos países, como el Reino Unido y Dinamarca, decidieron no adoptar el euro, ejerciendo cláusulas de excepción.

La estabilidad de la UEM se vio gravemente afectada durante la crisis de deuda soberana de 2009-2012, que reveló importantes debilidades en su estructura de gobernanza. Como respuesta, se creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para apoyar a los países en dificultades, mientras el BCE adoptó medidas excepcionales como la compra de deuda soberana bajo estrictas condiciones. Además, se implementaron reformas como el Semestre Europeo y el Pacto Presupuestario para reforzar la coordinación fiscal y económica.

La pandemia de Covid-19 representó un nuevo desafío para la UEM, al ejercer una fuerte presión sobre las finanzas públicas. En 2020, la UE flexibilizó temporalmente las normas fiscales y lanzó un programa de compras de emergencia para estabilizar los mercados financieros. Estos esfuerzos, junto con una revisión estratégica del BCE, subrayaron la capacidad de adaptación de la UEM ante crisis sin precedentes.

En años recientes, los debates sobre la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento han cobrado fuerza, buscando equilibrar la flexibilidad fiscal con la disciplina presupuestaria. Aunque la inflación comenzó a moderarse en 2023



tras políticas monetarias restrictivas, persisten los retos relacionados con la sostenibilidad fiscal, la convergencia económica y las tensiones geopolíticas.

A lo largo de su evolución, la UEM no solo ha sido un mecanismo técnico, sino también un símbolo de unidad y cooperación en Europa. A pesar de los desafíos, su historia refleja un esfuerzo constante por construir una economía más integrada, resiliente y preparada para el futuro.

Los criterios de convergencia, también conocidos como *criterios de Maastricht*, son un conjunto de condiciones económicas y legales que los países de la Unión Europea (UE) deben cumplir para adoptar el euro como moneda y unirse a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Estas reglas, establecidas en el Tratado de Maastricht de 1991, están diseñadas para garantizar la estabilidad económica y financiera dentro de la eurozona, evitando desequilibrios que puedan afectar la sostenibilidad de la unión monetaria. Son los siguientes:

- Un déficit fiscal inferior al 3% del PIB.
- Una deuda pública inferior al 60% del PIB, o una trayectoria descendente.
- Una inflación controlada, cercana a la media de los tres países con menor inflación en la UE.
- Tipos de cambio estables y ausencia de devaluaciones significativas.

A modo de esquema, los principales hitos que conforman la integración económica europea y el nivel de integración alcanzado son:

1951	Tratado de París constitutivo de la CECA, por parte de Alemania (RFA), Bélgica, Francia, Holanda, Italia y Luxemburgo	Unión Aduanera
1957	Tratado de Roma constitutivo de la CEE y el EURATOM	
1965	Tratado de fusión de las instituciones de las tres Comunidades Europeas	
1973	Primera ampliación de la CE, con Dinamarca, Irlanda y Reino Unido	
1981	Segunda ampliación, con Grecia	
1986	Tercera ampliación, con España y Portugal	
1986	Acta Única Europea, para la consecución de un mercado único europeo	
1990	Reunificación de Alemania	Mercado Interior
1992	Tratado de Maastricht o de la UE	
1995	Cuarta ampliación de la UE, con Austria, Finlandia y Suecia	
1997	Tratado de Ámsterdam	Unión Monetaria
1999	Inicio de la unión monetaria	
2001	Tratado de Niza	
2004	Quinta ampliación, con la República Checa, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta y Polonia	
2007	Se completa la quinta ampliación, con Bulgaria y Rumania	
2007	Tratado de Lisboa, en vigor en la actualidad	
2013	Sexta ampliación, con Croacia	
2020	Salida del Reino Unido (Brexit).	



3. Instrumentos de la política monetaria

El BCE utiliza una combinación de herramientas convencionales y no convencionales para implementar la política monetaria:

3.1. Instrumentos convencionales

1. *Operaciones de mercado abierto*: El BCE realiza operaciones de refinanciación a corto y largo plazo con las instituciones financieras de la zona euro para gestionar la liquidez.
2. *Tipos de interés oficiales*: El BCE fija los tipos de interés clave, como el tipo de interés de las operaciones principales de refinanciación, que influye en las tasas interbancarias y, en última instancia, en los préstamos y ahorros de los ciudadanos.
3. *Facilidades permanentes*: Incluyen la facilidad de depósito (para el exceso de liquidez de los bancos) y la facilidad marginal de crédito (para préstamos de emergencia).

3.2. Instrumentos no convencionales

Durante la crisis financiera de 2008 y la crisis de deuda soberana de la eurozona, el BCE adoptó medidas no convencionales para estabilizar la economía:

- *Programas de compra de activos*: El BCE adquirió deuda pública y privada para aumentar la liquidez y reducir los costos de financiación.
- *Política de tipos de interés negativos*: Para estimular el crédito y el gasto, el BCE introdujo tasas de depósito negativas para los bancos.
- *Programas de refinanciación a largo plazo (TLTRO)*: Incentivaron a los bancos a conceder préstamos al sector privado.

4. Objetivos de la política monetaria de la UE

La Unión Económica y Monetaria (UEM) se diseñó con el propósito de impulsar un crecimiento económico sostenible y fomentar un alto nivel de empleo a través de la implementación de políticas económicas y monetarias efectivas. Este objetivo se logra mediante tres enfoques principales que actúan de manera complementaria.

En primer lugar, la UEM aplica una política monetaria orientada principalmente a garantizar la estabilidad de los precios. Este enfoque proporciona un marco sólido para preservar el poder adquisitivo y generar confianza en la eco-



nomía de la eurozona. El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) establece este objetivo principal de la política monetaria sobre el mantenimiento de la *estabilidad de precios* en la zona euro. Este objetivo se traduce en una tasa de inflación cercana, pero inferior, al 2% a mediano plazo.

Además, la política monetaria busca apoyar los objetivos generales de la UE, como el crecimiento económico sostenido, el empleo y la estabilidad financiera, siempre que no comprometan la estabilidad de precios.

En segundo lugar, se busca mitigar los riesgos asociados con una financiación pública insostenible. Para ello, se previenen desequilibrios macroeconómicos en los Estados miembros, lo que incluye el establecimiento de mecanismos que promuevan la coordinación entre las políticas económicas nacionales. Este proceso de coordinación asegura un equilibrio adecuado entre las prioridades nacionales y los objetivos compartidos de la UE.

Finalmente, la UEM se compromete a garantizar el buen funcionamiento del mercado interior. Este aspecto es esencial para facilitar la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas, fortaleciendo la integración económica y maximizando los beneficios de la unión económica para todos sus miembros. Con estas estrategias, la UEM se posiciona como un mecanismo clave para la estabilidad y el desarrollo económico de Europa.

Respecto al control de la inflación en los últimos 25 años, desde el inicio de la UEM hasta 2008, el BCE demostró un éxito considerable en el cumplimiento de su objetivo de inflación de un crecimiento interanual del 2% del Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) agregado en la zona del euro a mediano plazo. La tasa de inflación real de la zona del euro fluctuó constantemente en torno al objetivo del 2%. Sin embargo, el BCE tuvo que hacer frente a desafíos para lograr su objetivo de inflación tras el inicio de la crisis financiera mundial (CFG) en 2008 y la crisis de la deuda soberana en 2011. A pesar de la implementación de una variedad de medidas de política monetaria no convencionales para contrarrestar las presiones desinflacionarias, la inflación general disminuyó y, hasta principios de 2017, a menudo estuvo por debajo del objetivo de inflación, e incluso fue negativa en breves ocasiones entre 2014 y 2016 y en 2020.

El mandato del BCE se establece en el artículo 127 del TFUE. La estabilidad de precios es el objetivo principal del BCE en la ejecución de la política monetaria según el artículo 127.1 del TFUE. La «estabilidad de precios» no se explica en los tratados y su interpretación ha cambiado con el tiempo. El significado original del término se ha debatido extensamente en la literatura académica. Recurriendo a la teoría económica de la época y a los criterios de Maastricht para la adhesión a la zona del euro, se interpretó la estabilidad de precios como el objetivo de una tasa de inflación cercana, pero inferior al 2% de aumento anual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA o HICP, en inglés). El Consejo de Gobierno del BCE revisó este entendimiento durante la revisión



de la estrategia de política monetaria en julio de 2021 y concluyó que esta definición ya no refleja la situación macroeconómica y las necesidades de la zona del euro. En conclusión, adoptó en su lugar un objetivo de inflación simétrico del 2% a medio plazo.

El artículo 127.2 del TFUE define el objetivo secundario del BCE de la siguiente manera: *«[S]in perjuicio del objetivo de estabilidad de precios, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con vistas a contribuir a la consecución de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea»*. La redacción de esta disposición refleja la estructura de competencias en la UEM: mientras que la política monetaria está centralizada a nivel de la Unión y es competencia exclusiva del BCE, las políticas económicas siguen estando descentralizadas a nivel de los Estados miembros. El alcance del objetivo secundario ha sido un punto central de debate en los últimos años con respecto a la cuestión de si el BCE puede contribuir también a otros objetivos de política más allá de la estabilidad de precios, por ejemplo, la sostenibilidad y la lucha contra el cambio climático. La estabilidad financiera es una tarea contributiva del BCE de conformidad con el artículo 127.5 del TFUE. En consonancia con la denominada regla de Tinbergen y la tradición del Bundesbank, los fundadores del Tratado decidieron que el BCE debería centrarse en un objetivo primordial —la estabilidad de precios— en la conducción de la política monetaria. Aunque después de la crisis financiera mundial otras jurisdicciones cambiaron su legislación sobre banca central (por ejemplo, el Reino Unido) para dar a la estabilidad financiera el mismo rango que a la estabilidad de precios, el Tratado no se modificó. Esto significa que, aunque de facto la estabilidad financiera es clave para una política monetaria sólida, de iure el BCE no tiene el mandato de abordar los riesgos para la estabilidad financiera.

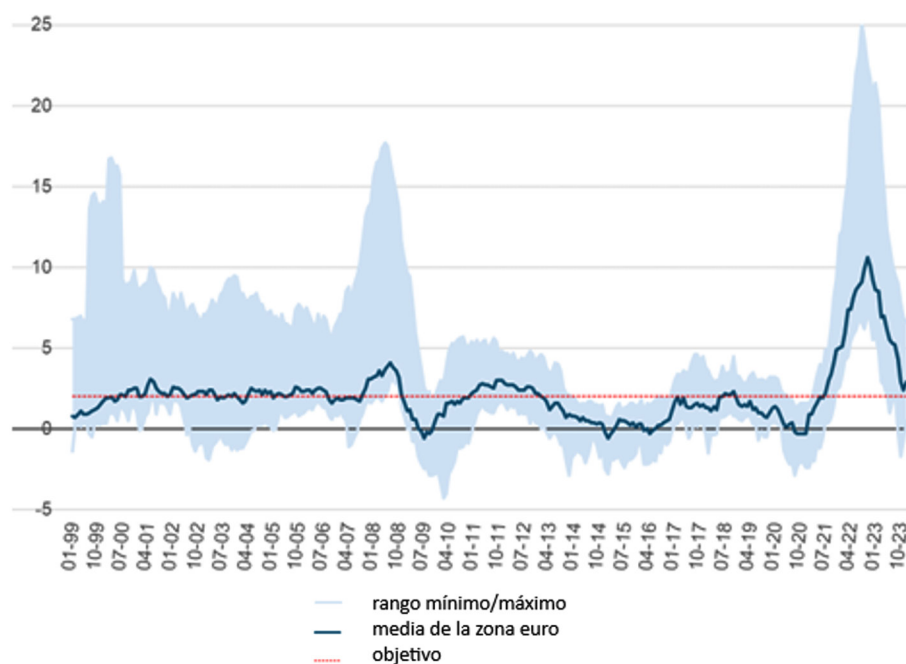
La independencia del BCE (artículo 130 del TFUE) frente a las instituciones de la UE y nacionales es una parte integral de su mandato. Se le concedió al BCE independencia del control político para poder controlar la inflación. Sin embargo, en un sistema democrático, la independencia es solo una cara de la moneda; la rendición de cuentas es esencial.

En marzo de 2020, la pandemia de Covid-19 provocó un estancamiento económico mundial y volvió a alimentar los temores de deflación. Para hacer frente a ello, el BCE reanudó sus programas de compra de activos y puso en marcha el nuevo Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP), mientras que los gobiernos proporcionaron importantes subsidios y préstamos para apoyar la caída de los ingresos y la actividad económica del sector privado. Las medidas de política monetaria y fiscal evitaron con éxito el riesgo de deflación después de varios meses de caída de los precios. Sin embargo, a partir de mediados de 2021, el péndulo osciló en la dirección opuesta y la inflación general del IAPC en la zona del euro comenzó a aumentar muy por encima de la meta de inflación. Este aumento puede atribuirse, en parte, a las limitaciones



de la oferta mundial y a una escalada de los precios de la energía provocada por la invasión rusa de Ucrania. En octubre de 2022, la inflación general alcanzó un máximo histórico del 10,6%, un nivel cinco veces superior al objetivo de inflación del BCE. Desde entonces, la inflación ha disminuido de forma continua y se situó en el 2,8% de la zona del euro en enero de 2023, según la estimación preliminar de inflación de Eurostat para enero de 2024.

Inflación general, medida según el HICP (IPC Armonizado, en %)



Nota: el rango mínimo-máximo indica el valor más bajo y alto de la inflación general en el conjunto de los Estados miembros de la zona del euro. Los últimos datos corresponden a diciembre de 2023.

Fuente: Macrobond.

En conjunto, ha sido un camino accidentado y con muchos desafíos para el BCE. No obstante, concluimos que, si el BCE logra acercar la tasa de inflación actual a su objetivo nuevamente en los próximos meses, habrá cumplido con su mandato principal de mantener la estabilidad de precios. Sin embargo, en una unión monetaria también es aconsejable observar no solo la inflación promedio, sino también la dispersión de la inflación entre todos los Estados miembros. Las divergencias de inflación dentro de un marco de moneda única, especialmente con una política monetaria única, pueden plantear desafíos. Las diferencias en



las tasas de inflación tienen el potencial de amplificar la heterogeneidad en los ciclos económicos entre los Estados miembros, haciendo más probable que la política monetaria común no sea adecuada para países individuales. Además, si los diferenciales de inflación persisten durante un período prolongado, pueden contribuir a la acumulación de desajustes del tipo de cambio real al fomentar disparidades en los niveles de precios. Esto, a su vez, puede tener efectos adversos sobre la competitividad internacional y dar lugar a ciclos económicos más asincrónicos entre los Estados miembros, lo que dificulta la ejecución de la política monetaria. El área sombreada que se muestra en el gráfico anterior representa el rango entre los valores más bajos y altos de la inflación general en los Estados miembros de la zona del euro.

5. El euro: segunda moneda más importante del mundo

El euro tiene las características previas necesarias para ser una moneda internacional. No existen restricciones para su compra, venta o tenencia. Los exportadores globales pueden facturar ventas en euros, mientras que las instituciones privadas y públicas pueden emitir en euros. Además, el euro ofrece una estabilidad de valor comparable a la del dólar estadounidense en términos de inflación y tipos de cambio (Dabrowski, 2020).

Sin embargo, aunque el euro tiene actualmente un estatus internacional, ciertamente no es la moneda más dominante en el sistema monetario internacional. El euro sigue siendo la segunda moneda más importante después del dólar estadounidense, según varios indicadores de uso de moneda internacional, como las tenencias de reservas de divisas, la deuda y los préstamos internacionales, la moneda de pago global (SWIFT) o el volumen de negocios de divisas. Alrededor de sesenta países han optado por utilizar el euro como moneda propia o vincular su moneda al euro. Sin embargo, el euro tiende a ser más una moneda regional, es decir, se utiliza en gran medida para transacciones (transfronterizas) concentradas en el vecindario europeo, mientras que el uso del dólar estadounidense para transacciones transfronterizas y actividades bancarias es global.

La Comisión Europea ha enfatizado repetidamente la importancia de un fuerte papel internacional para el euro en comunicaciones conjuntas con el Parlamento Europeo, el Consejo, la Comisión y el BCE (en 2021). Una razón importante para esto es la creciente dependencia de instrumentos económicos para lograr objetivos políticos. El uso de legislación relacionada con la moneda permite a una nación ampliar su alcance extraterritorial para sanciones unilaterales. Esta tendencia se ejemplifica con varias medidas en la política exterior estadounidense, como el enfoque de «América primero», así como las sanciones estadounidenses contra Irán y el proyecto Nord Stream 2. Por lo tanto, un fuerte papel internacional para el euro desempeña un papel crucial en el aumento de



la autonomía de las empresas y los gobiernos europeos. A su vez, esto fortalece la soberanía económica al reducir los riesgos financieros de la Unión Europea (UE), aumentar la resiliencia a las sanciones estadounidenses y perfeccionar el marco de sanciones de la UE.

6. Desafíos para la política monetaria en el futuro

Existen algunos factores y desafíos que pueden afectar la estabilidad financiera y de precios en los próximos años o tener implicaciones importantes para la implementación de la política monetaria. Estos serán importantes a la luz de la próxima revisión de la estrategia de política monetaria prevista para 2025.

La política monetaria afecta la distribución de los resultados económicos, pero más crucialmente afecta la desigualdad (de riqueza y de ingresos) en la sociedad, que a su vez también tiene repercusiones en la política monetaria y su transmisión. Los hogares son diferentes en muchas dimensiones: sus ingresos, sus activos y pasivos, y sus características socioeconómicas. Todas estas diferencias pueden resumirse en la definición de heterogeneidad o desigualdad de los hogares. La política monetaria siempre tiene efectos distributivos. Los cambios en las tasas de interés afectan las variables macroeconómicas y pueden contribuir al aumento o reducción de la desigualdad de ingresos o riqueza. Las medidas de política monetaria no convencionales también muestran efectos (re)distributivos sustanciales, que benefician a algunos Estados miembros, participantes del mercado o grupos de la sociedad a expensas de otros. Por lo tanto, es crucial comprender cómo la desigualdad de ingresos y riqueza afecta la solidez de la política monetaria. Si la política monetaria muestra tales efectos sobre los ingresos y la riqueza, inevitablemente está cargada de una dimensión política, que debe estar en línea con el mandato y la configuración institucional del BCE. En los últimos años se ha observado un aumento significativo del interés público en el tema de la desigualdad de ingresos y riqueza.

Con respecto al impacto de la desigualdad en la transmisión de la política monetaria, el artículo 127 del TFUE obliga al BCE a tener en cuenta todos los aspectos que son relevantes para la conducción de una política monetaria orientada a la estabilidad de precios, incluidas las consideraciones de igualdad. Como demuestra el análisis económico, la desigualdad afecta la transmisión de la política monetaria. Por lo tanto, el BCE debe entender en qué medida las distribuciones de riqueza, cada vez más heterogéneas, afectan sus medidas de política monetaria. Las consideraciones de igualdad alimentan directamente la tarea principal del BCE en relación con la estabilidad de precios (art. 127.1 TFUE). La estabilidad financiera también se ve afectada por la distribución de la riqueza, ya que las crisis financieras pueden exacerbar la desigualdad económica entre los participantes del mercado financiero, los hogares y las empresas. En su Revisión de la Estrategia de Política Monetaria de 2021, el BCE decidió tomar



medidas para tener en cuenta las desigualdades mediante la adaptación del Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA) con la inclusión de los costos de la vivienda ocupada por sus propietarios en un proceso de cuatro etapas que se completará en 2026.

Esta adaptación del IPCA ofrece una imagen más realista de los gastos de consumo de los hogares y, por lo tanto, también proporciona una mejor base para comprender la transmisión de la política monetaria. El principio de proporcionalidad consagrado en el art. 5.4 TUE exige que el BCE considere los efectos secundarios de sus medidas dentro de su evaluación de proporcionalidad. El art. El artículo 127.1. 2) del TFUE hace referencia a los objetivos de la Unión, incluidos los objetivos de igualdad, por lo que exige que el BCE tenga en cuenta consideraciones de igualdad. Aunque el BCE goza de una amplia discreción al llevar a cabo su política monetaria, debe explicar y justificar sus medidas, especialmente en lo que respecta a sus efectos secundarios si muestran efectos distributivos sustanciales. Como destacó el TJUE (*Sentencia Weiss, 11 de diciembre de 2018, Asunto C-493/17*), con respecto al deber de motivación del BCE de conformidad con el art. 296 TFUE: «[C]abe recordar que, en situaciones como la del presente asunto, en las que una institución de la UE goza de una amplia facultad de apreciación, reviste una importancia fundamental el control del cumplimiento de determinadas garantías procedimentales — incluida la obligación del SEBC de examinar detenidamente e imparcialmente todos los elementos pertinentes de la situación de que se trate y de motivar adecuadamente sus decisiones». Este deber de motivación implica la obligación de evaluar en profundidad los posibles efectos positivos y negativos de sus medidas de política monetaria, tanto en lo que respecta a su eficacia para salvaguardar la estabilidad de precios como a otros efectos secundarios.

Instituciones de la UEM

SEBC y Eurosistema	BCE+Bancos centrales nacionales
Órganos : • El Consejo de Gobierno • Comité ejecutivo • Consejo General • Consejo de Supervisión Objetivos Funciones 	• Personalidad jurídica propia • Estabilidad de precios • Principio de responsabilidad y transparencia • Instrumentación de la política monetaria • Poder normativo • Poder sancionador 



7. Fortalecimiento del papel internacional del euro

Hasta ahora, la *zona euro* ha disfrutado de algunos de los exorbitantes privilegios macroeconómicos que conlleva el ofrecer una moneda internacional, sin afrontar muchas de las obligaciones que la Reserva Federal de los Estados Unidos tiene que cumplir al proporcionar la moneda dominante del mundo. Esta es una posición bastante favorable, y cualquier consideración de cómo desafiar la supremacía del dólar estadounidense y hacer del euro la moneda dominante debería responder primero a la pregunta de si es aconsejable desde una perspectiva económica y política, y mucho menos si este proyecto podría realizarse.

Dada la inercia relativa y las externalidades de red de las monedas internacionales, es probable que los esfuerzos europeos por desafiar la posición dominante del dólar estadounidense tengan un impacto desproporcionadamente pequeño. Lo que es importante, en cualquier caso, sin embargo, es mantener el alto grado de internacionalización del euro y protegerlo de una mayor dependencia del dólar estadounidense. En la historia reciente, las crisis y los *shocks* en el escenario económico internacional rara vez han desencadenado o han desencadenado lentamente cambios en el uso internacional de las monedas. Sin embargo, es importante tener en cuenta que las tensiones geopolíticas pueden conducir a cambios significativos en el uso internacional de las monedas. Existe, por ejemplo, el riesgo de que los países que no están totalmente alineados con las sanciones que los países occidentales han impuesto a Rusia, es decir, la congelación de las reservas de divisas del banco central y la exclusión de los bancos rusos del sistema internacional de mensajería financiera SWIFT para pagos transfronterizos, reduzcan su exposición a las monedas de los países sancionadores, incluido el euro, en el futuro.

Los estudios muestran que la elección de la(s) moneda(s) de reserva está determinada en gran medida por el poder estratégico, diplomático y militar (Eichengreen *et al.*, 2019). Si un país tiene tal poder, los gobiernos extranjeros considerarán que es de su interés geopolítico realizar sus transacciones transfronterizas en su moneda. Cuanto más dependa la seguridad de un país de las fuerzas armadas estadounidenses, más reservas de dólares tendrá. Esto significa que la confianza en sí misma y la asertividad de la UE en el escenario internacional en el conflicto de Ucrania también podrían ayudar a fortalecer aún más el euro en la estructura monetaria internacional. Un requisito previo sería que la UE se posicionara de manera más independiente de los EE.UU. en términos de sus aspectos de defensa y seguridad. Además, el atractivo de una moneda es, en gran medida, una cuestión de preferencia del sector privado. En consecuencia, el aumento de los vínculos comerciales y financieros con la zona del euro contribuye a la adopción global del euro.

Un mercado altamente competitivo en este momento es el de las tecnologías verdes y sostenibles. Es importante que los gobiernos nacionales y la Comisión



Europea proporcionen la infraestructura y el marco financiero necesarios para ser competitivos a nivel internacional en este sector relativamente joven con una gran demanda global. Es estratégicamente aconsejable mantener las instalaciones de producción en la UE y evitar una migración a los EE.UU. o China para forzar una nominación en euros. Se dice a menudo que el atractivo del euro como moneda de reserva internacional aumenta con la disponibilidad de activos seguros denominados en euros. El proceso de ajuste monetario del BCE aumentará la cantidad total de activos seguros en euros disponibles para fines de inversión en los mercados financieros.

Sin embargo, es aún más importante que las reformas que se están discutiendo actualmente del marco de gobernanza económica de la UE se diseñen para lograr niveles de deuda sostenibles en todos los Estados miembros, lo que en última instancia también aumentará la cantidad de activos seguros denominados en euros. Por último, la zona del euro debería tratar de reducir su dependencia de la infraestructura financiera estadounidense, incluidos los sistemas de tarjetas de pago y la coordinación de pagos del Sistema de Pagos Interbancarios de la Cámara de Compensación (CHIPS). Esta dependencia es actualmente tan significativa que la exclusión de esta infraestructura equivale a la exclusión del comercio global. Por lo tanto, es importante seguir considerando y desarrollando alternativas europeas.



8. Unión bancaria

La Unión bancaria es el cambio más significativo en la historia de la integración europea desde el advenimiento del euro. Un «cambio de juego» para el panorama financiero de la UE está representado por la centralización de competencias a nivel de la UE para la supervisión, con el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y, para la resolución, el establecimiento del Mecanismo Único de Resolución (MUR). Este cambio de competencias se produjo en tándem con un movimiento mundial —después de la crisis financiera mundial— del rescate externo al rescate interno, tras la publicación en 2011 de los «Atributos clave para la resolución eficaz de las instituciones financieras transfronterizas» del Consejo de Estabilidad Financiera.

El artículo 127.6 del TFUE —la disposición de la «Bella Durmiente»— se activó para transferir la responsabilidad de la supervisión de las entidades de crédito significativas de las autoridades nacionales competentes al BCE en 2013 (Reglamento del MUS). Por tanto, el BCE ya no es solo una autoridad monetaria. Ahora es también una autoridad supervisora y la institución que normal-



mente declara cuándo una institución está en situación de insolvencia (FOLTF, por sus siglas en inglés) o es probable que lo esté de conformidad con el Reglamento del MUR. Pero la Unión Bancaria Europea sigue siendo un edificio incompleto. Si bien la declaración del Eurogrupo de junio de 2022 propuso que «como paso inmediato, el trabajo sobre la Unión Bancaria debería centrarse en fortalecer el marco común para la gestión de crisis bancarias y los sistemas nacionales de garantía de depósitos» (marco CMDI).

Y, en abril de 2023, la Comisión publicó un paquete de propuestas para modificar el marco de gestión de crisis bancarias y seguro de depósitos (CMDI), donde las reformas propuestas son de naturaleza limitada. Los Estados miembros decidieron dejar la finalización de la Unión Bancaria para una etapa posterior. El «tercer pilar» de la Unión Bancaria, el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEDC), sigue en el nivel de propuesta (2015) y lo que se ha denominado «el pilar faltante» de la Unión Bancaria, a saber, la provisión de un Asistente de Liquidez de Emergencia (ELA) por parte del BCE, sigue siendo competencia de los Bancos Centrales Nacionales (artículo 14.4 de los Estatutos del SEBC). En una Unión Bancaria también es necesaria la armonización de los procedimientos nacionales de liquidación de los bancos.

No obstante, el principio de separación de la política monetaria, según el art. 25.2 del Reglamento del MUS, la participación del BCE en la supervisión y, en cierta medida, en la gestión de crisis (mediante la intervención temprana) lo lleva a las «aguas turbias» de la relación con las entidades de crédito (el BCE aprieta el gatillo al declarar que una entidad está en quiebra o es probable que lo esté, llevándola así a la resolución), en particular cuando están en dificultades. Por lo tanto, la transferencia de competencias es la fuente de nuevos desafíos a su mandato e independencia. También existe un riesgo reputacional para cualquier banco central que participe en la supervisión. Goodhart nos recuerda que *«la supervisión es una tarea ingrata, en la que los éxitos no se publicitan y cualquier fracaso se magnifica»*.

9. Conclusiones

La política monetaria de la UE, liderada por el BCE, ha evolucionado para enfrentar los desafíos de una economía globalizada y en constante cambio. Aunque su objetivo principal sigue siendo la estabilidad de precios, el BCE ha demostrado flexibilidad y capacidad de adaptación frente a crisis económicas y financieras. No obstante, la política monetaria por sí sola no puede resolver todos los problemas económicos de la UE; su éxito depende de una cooperación estrecha con las políticas fiscales y estructurales de los Estados miembros.

En el contexto de la Unión Europea, el euro y su política monetaria no solo representan una herramienta económica, sino también un símbolo de unidad y



solidaridad entre los países que conforman la zona euro. A medida que la UE avanza hacia nuevos horizontes, la política monetaria seguirá desempeñando un papel central en la construcción de una Europa más próspera y resiliente:

- Desde su creación hasta 2008, el BCE demostró un éxito considerable en el cumplimiento de su objetivo de inflación del 2% de crecimiento interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IPCA) agregado en la zona del euro. Surgieron desafíos para el BCE en la consecución de su objetivo de inflación después de la crisis financiera mundial (GFC) en 2008 y la crisis de la deuda soberana en 2011 y la inflación se mantuvo por debajo del objetivo durante un período considerable. La lucha contra la inflación también ha demostrado ser un desafío desde 2021, cuando las tasas de inflación aumentaron significativamente por encima del objetivo de inflación.
- El euro sigue siendo la segunda moneda más importante después del dólar estadounidense. Mantener este papel internacional dependerá en gran medida de si logra garantizar un valor estable y de si la UE tiene confianza y es asertiva en el escenario internacional en términos de diplomacia y política comercial.
- La desigualdad de los hogares afecta a la política monetaria y, viceversa, la política monetaria puede exacerbar la desigualdad. Los nuevos modelos macroeconómicos han mejorado considerablemente nuestra comprensión de cómo las diferencias entre los hogares —es decir, sus ingresos y riqueza desiguales— alteran el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La heterogeneidad de los hogares debe tenerse en cuenta en la medida en que altera los efectos de la política monetaria. Al mismo tiempo, el BCE debe garantizar que los efectos redistributivos, que son un elemento inherente a cualquier medida de política monetaria, se mantengan al mínimo. Las autoridades fiscales competentes siguen siendo las primeras y principales responsables de abordar las desigualdades sociales y aplicar medidas redistributivas.
- La heterogeneidad entre los Estados miembros también plantea un desafío a la eficacia de la transmisión de la política monetaria del BCE. La responsabilidad de la política fiscal recae en los Estados miembros; las nuevas normas fiscales deben fortalecer la disciplina fiscal, un requisito previo para garantizar la estabilidad de precios.



POLÍTICA MONETARIA

Fundamentos

Tratado de Maastricht

- Sentó las bases del
 - Banco Central Europeo
 - Unión Económica Monetaria

A lo largo de su evolución, la UEM no solo ha sido un mecanismo técnico, sino también un símbolo de unidad y cooperación en Europa.

Criterios de convergencia

- Un déficit fiscal inferior al 3% del PIB.
- Una deuda pública inferior al 60% del PIB
- Inflación controlada, cercana a la de los miembros con menor inflación.
- Tipos de cambio estables y ausencia de devaluaciones significativas.

25º Aniversario del euro en 2024

Instrumentos

Instrumentos convencionales

- Operaciones de mercado abierto
- Tipos de interés oficiales
- Facilidades permanentes

Instrumentos no convencionales

- Programas de compra de activos
- Política de tipos de interés negativos
- Programas de refinación a largo plazo

Objetivos

- Estabilidad de precios en la zona euro.** Este objetivo se traduce en una tasa de inflación cercana, pero inferior, al 2% a mediano plazo
- Mitigar los riesgos asociados con una financiación pública insostenible.** Establecimiento de mecanismos que promuevan la coordinación entre las políticas económicas nacionales
- Garantizar el buen funcionamiento del mercado interior.** Esencial para facilitar la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas.

Entre 1999 y 2008, el BCE tuvo éxito en controlar la inflación, cumpliendo su objetivo del 2% interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC).



Enlace a la web institucional del BCE

Desafíos

La política monetaria afecta la distribución de los resultados económicos, pero más crucialmente afecta a la desigualdad (de riqueza y de ingresos)



Aumento significativo del interés público en el tema de la desigualdad de ingresos y riqueza

En la Revisión de la Estrategia de Política Monetaria de 2021, el BCE decidió adaptar el Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA) para abordar las desigualdades.



El principio de proporcionalidad del art. 5.4 TUE exige al BCE considerar los efectos secundarios de sus medidas. Aunque tiene amplia discreción en política monetaria, debe justificar sus medidas, especialmente si generan efectos distributivos significativos.

2ª Moneda más importante del mundo

El euro actúa principalmente como una moneda regional, utilizada mayoritariamente en transacciones transfronterizas dentro del vecindario europeo.

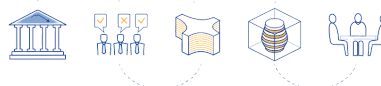
Fortalecimiento del €

La eurozona debe reducir su dependencia de la infraestructura financiera estadounidense, cuya exclusión implica marginación del comercio global. Es fundamental desarrollar alternativas europeas para fortalecer su autonomía.



Unión Bancaria

La Unión Bancaria es el mayor cambio en la integración europea desde el euro. Centraliza competencias con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y el Mecanismo Único de Resolución (MUR), transformando el panorama financiero de la UE.



Bibliografía

- CAMARERO, M. A. y TAMARIT, C. (coords.). *Economía de la Unión Europea*. 9.^a ed. Civitas, 2023.
- COMISIÓN EUROPEA. *The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience*. 2021.
- DABROWSKI, M. «Increasing the International Role of the Euro: A Long Way to Go». *CASE Reports*, 0502, CASE-Center for Social and Economic Research, 2020.
- EICHENGREEN, B., MEHL, A. y CHIȚU, L. «Mars or Mercury? The geopolitics of international currency choice». *Economic Policy*, 34(98), 2019, pp. 315-363.
- GARCÍA ANDRÉS, G. «Tareas pendientes en la política monetaria europea». *Información Comercial Española-ICE. Revista de economía*, n.º 916, 2020.
- GREITENS, J. «Der digitale Euro aus einer historischen Perspektive». *Wirtschaftsdienst*, 103(12), 2023, pp. 807-810.
- KAPLAN, G., MOLL, B. y VIOLANTE, G. L. «Monetary Policy According to HANK». *American Economic Review*, 108(3), 2018, pp. 697-743.
- LASTRA, R. y DIETZ, S. «Accountability of Greening the ECB». *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2024.
- LASTRA, R. y SKINNER, C. «Sustainable Central Banking». *Virginia Journal of International Law*, 63(3), 2023, pp. 397-446.
- LOI, G. RAKIĆ, D. y SABOL, M. «La política monetaria europea». *Fichas temáticas sobre la Unión Europea*. Parlamento Europeo, 2024.
- PARLAMENTO EUROPEO. «ECB monetary policy: Past, present and future». *Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV)*, Directorate-General for Internal Policies PE, febrero de 2024.
- SCHEINERT, C. «Historia de la Unión Económica y Monetaria». *Fichas temáticas sobre la Unión Europea*. Parlamento Europeo, 2024.
- VV.AA. «Política económica y monetaria de la UE. Orientación del BCE sobre el marco de la política monetaria del Eurosistema». *Unión Europea Aranzadi*, n.º 6, 2018.

