

## Resumen

Este trabajo analiza, en primer lugar, la dinámica reciente de la inflación en la eurozona, con el fin de entender su origen (ligado a la superposición de la doble perturbación de oferta provocada por la pandemia y la invasión de Ucrania) y evolución prevista. Se estudia, a continuación, la respuesta del Banco Central Europeo (BCE), subiendo de forma intensa los tipos de interés de referencia y comenzando a revertir lentamente la expansión cuantitativa, mientras intenta evitar una recesión y el repunte de las primas de riesgo soberano. Por último, se aborda el riesgo de contagio que los problemas bancarios estadounidenses pueden entrañar, señalando la mayor solidez de las entidades europeas y sus causas.

*Palabras clave:* Banco Central Europeo, política monetaria, tipos de interés, inflación, restricción cuantitativa, eurozona, estabilidad financiera.

## Abstract

This paper analyses first the recent dynamics of inflation in the euro area, in order to understand its origins (linked to the overlapping of a double supply shock caused by the pandemic and the invasion of Ukraine) and expected evolution. The ECB's response is then studied, sharply raising the key interest rates, and slowly beginning to reverse quantitative easing, while trying to avoid a recession and an increase in sovereign risk premia. Lastly, the risk of contagion that the American banking problems may entail is addressed, showing the greater stability of the European banking system and its causes.

*Keywords:* European Central Bank, monetary policy, interest rates, inflation, quantitative tightening, eurozone, financial stability.

*JEL classification:* E44, E52, E58.

# EL FUTURO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN UN CONTEXTO INFLACIONISTA

Álvaro ANCHUELO

Universidad de Alcalá

María A. PRATS

Universidad de Murcia y European Institute-LSE

## I. LA RECIENTE DINÁMICA DE LA INFLACIÓN EN LA EUROZONA

La gravedad que la actual situación inflacionaria de la eurozona reviste para el Banco Central Europeo (BCE), solo puede entenderse teniendo en cuenta los aspectos esenciales de su mandato legal. Este, a diferencia del de la Reserva Federal y otros bancos centrales, no es dual, sino unívoco. La estabilidad de precios consiste en alcanzar una tasa de inflación, medida por el índice armonizado de precios al consumo (IAPC), del 2 por 100 a medio plazo.

La actualización de la estrategia de política monetaria, llevada a cabo en julio de 2021, no ha cambiado nada esencial en este sentido. Tras ella, el objetivo pasa a ser simétrico (puesto que se consideran igual de indeseables las desviaciones al alza que a la baja).

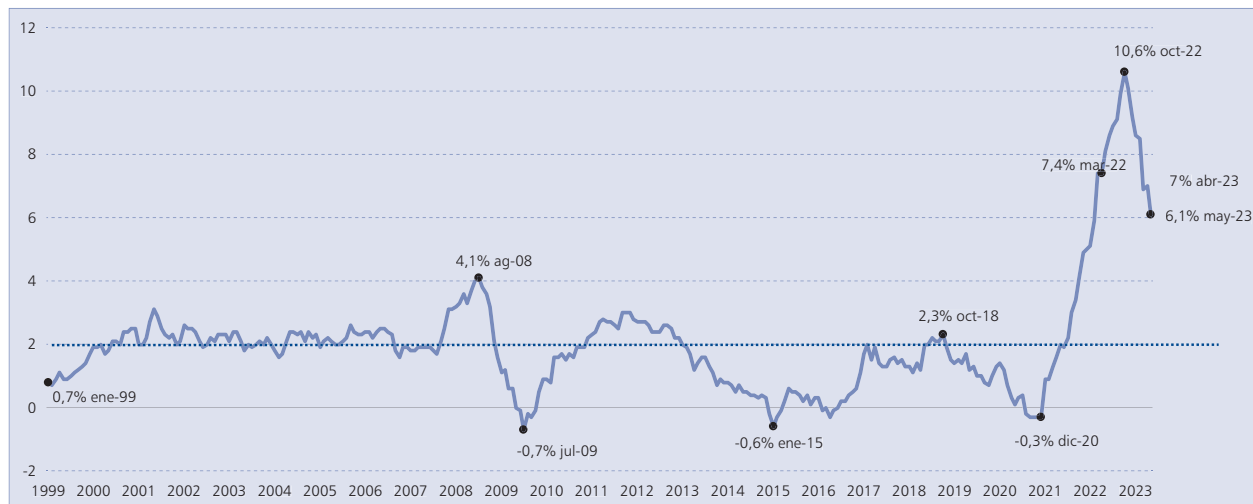
Como puede observarse en el gráfico 1, desde la creación del euro el mandato de estabilidad de precios se ha cumplido de forma razonable. En todo caso, las desviaciones más significativas del objetivo se han producido a la baja, llegando en algunas ocasiones la inflación incluso a ser temporalmente negativa (como al desencadenarse la pandemia del COVID-19).

Puesta en este contexto, se comprende mejor la reacción del BCE ante el fuerte repunte de la inflación a que ahora se enfrenta. Un aumento que, no debe olvidarse, comenzó a gestarse antes de la invasión rusa de Ucrania (a finales de febrero de 2022). Un primer punto de inflexión puede detectarse a finales de 2020, cuando la ligera deflación del -0,3 por 100 en diciembre pasó a convertirse en una inflación positiva del 0,7 por 100 en enero de 2021. A partir de julio de 2021, se empieza a superar el objetivo del 2 por 100, terminando ese año con una inflación interanual del 5 por 100.

Este primer brote inflacionario puede explicarse por los «cuellos de botella» provocados por la pandemia, reflejados en forma de escasez de algunos componentes clave (como microprocesadores) o el fuerte aumento del coste de los contenedores. Tales problemas se vieron exacerbados por el brusco crecimiento de la demanda agregada, provocado por el fin de los confinamientos, tras el ahorro forzado en el que las familias habían incurrido durante ellos. Los problemas de la oferta para adaptarse a ese repentino aumento de la demanda se agravaron por los cambios en la composición de esta.

Los susodichos «cuellos de botella» han desaparecido prác-

GRÁFICO 1  
INFLACIÓN EN LA EUROZONA (1999-2023 MAYO)



Fuente: Banco Central Europeo.

ticamente a mediados de 2023, habiendo retornado los precios de los contenedores y de los fletes (o índices como el *Global Supply Chain Pressure Index*, elaborado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York) hacia los niveles previos a esta perturbación. No era este, sin embargo, el caso cuando se produjo la invasión de Ucrania, pues fue desde la segunda mitad de 2021 hasta el primer cuatrimestre de 2022 cuando revistieron mayor gravedad. La economía de la eurozona tuvo que hacer frente, por tanto, a dos poderosas perturbaciones de forma solapada, al desencadenarse la segunda cuando los efectos de la primera todavía se estaban manifestando.

El origen de esta segunda perturbación puede detectarse, aún más claramente que en el caso de la primera, en factores de oferta. Esto no resulta sorprendente, dado el importante papel desempeñado por Rusia como proveedor de productos ener-

géticos para la Unión Europea. Antes de la guerra, dicho país era el principal suministrador europeo tanto de gas (38 por 100 de las importaciones totales) como de petróleo (25 por 100) y carbón (45 por 100).

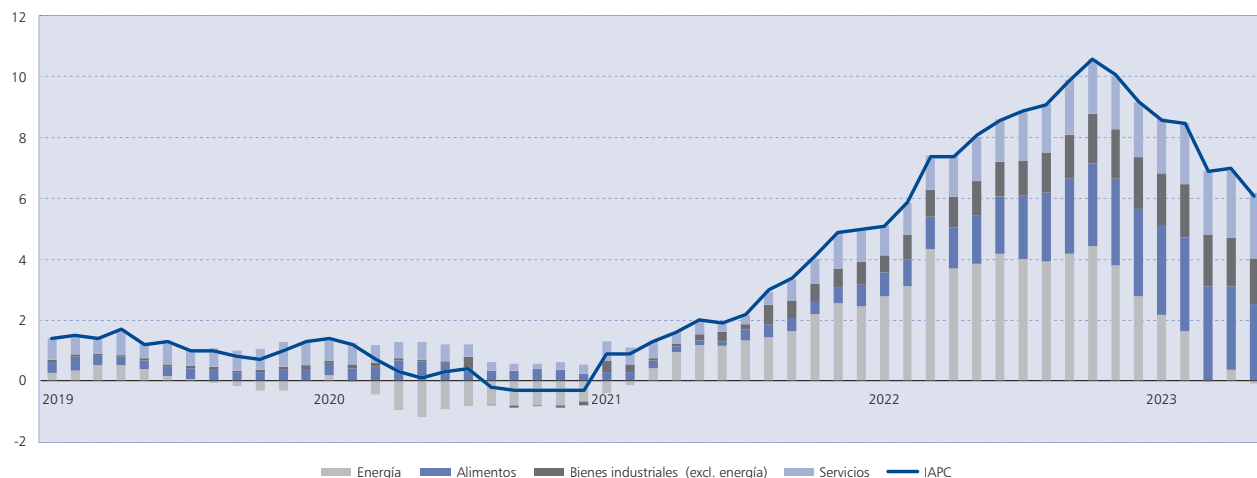
Es cierto que la Unión Europea ha logrado un impresionante éxito, consiguiendo en un solo año prescindir totalmente del petróleo ruso (desde el 5 de diciembre de 2022 se han prohibido las compras de crudo y desde el 5 de febrero de 2023 también las de productos refinados) y de aproximadamente el 80 por 100 del gas del mismo origen. Sin embargo, ese triunfo geoestratégico no ha estado exento de costes económicos. Los mercados internacionales de gas natural y petróleo han sufrido fuertes perturbaciones, en medio de este entorno tan incierto, que se han traducido en unos precios mucho más altos. Tales alzas de precios en las fuentes de energía primarias se han trasladado al de la electricidad. De esta forma, en

marzo de 2022 (recién estallada la guerra), como puede observarse en el gráfico 2, el 60 por 100 del incremento del IAPC en la eurozona podía atribuirse a la energía (4,35 puntos de los 7,4).

Tampoco resulta sorprendente la subida en el precio de los alimentos, que se ha sumado a la de los productos energéticos, teniendo en cuenta la fuerte presencia no solo de Rusia, sino también de la propia Ucrania, en los mercados agrarios internacionales de numerosos productos (como trigo, cebada, maíz o aceite de girasol). Además, la propia energía es un *input* clave en la elaboración y transporte de los alimentos. Rusia, por último, es un exportador relevante de varios minerales, como uranio, aluminio, cobre, níquel y paladio.

En vista de todos estos factores de oferta, actuando conjuntamente y sumándose a la inercia inflacionista heredada de la pandemia, se entiende mejor que la inflación interanual haya

GRÁFICO 2  
COMPONENTES DE LA TASA DE INFLACIÓN EN LA EUROZONA (2019-2023 MAYO)



Fuente: Eurostat.

podido alcanzar cifras de dos dígitos. Datos que parecían haberse convertido en una reliquia del pasado.

Empujada por esta conjunción de factores, la tasa interanual de inflación fue incrementándose en la zona del euro aún más tras el estallido de la guerra, hasta alcanzar en octubre de 2022 su máximo del 10,6 por 100. A partir de entonces, ha acumulado siete meses en una tendencia de progresivo descenso, siendo del 6,1 por 100 en mayo de 2023. Como puede observarse en el gráfico 2, este descenso se explica por la progresiva normalización de los mercados energéticos. El barril de petróleo Brent comenzó 2022 cerca de los 80 dólares, alcanzó máximos superiores a los 120 dólares a mediados de año y a mediados de junio de 2023 tenía precios ligeramente inferiores a los de partida (75 dólares el barril). El precio del gas (en euros por MWh) comenzó 2022 en 80, llegó a estar por encima de 300 en sus máximos de algunos

días de agosto de 2022 y, a mediados de junio de 2023, cotizaba por debajo de 40.

En el caso de los alimentos, por el contrario, las presiones inflacionistas todavía no se han atenuado, con una tasa de inflación interanual del 9,6 por 100 en mayo de 2023 para los alimentos no elaborados y del 13,4 por 100 para los elaborados. Juega a favor de que lo hagan en el futuro inmediato el propio abaratamiento de la energía (utilizada de forma intensiva en la producción de alimentos elaborados). Las consecuencias del cambio climático (en forma de sequías y otros fenómenos extremos) pueden actuar en sentido contrario.

La tendencia descendente de la inflación, medida por el IAPC, se está viendo favorecida, hasta mediados de 2023, por un importante «efecto base», a medida que los meses más inflacionarios (los inmediatamente posteriores al estallido de la guerra) van desapareciendo del cómputo. Ese

efecto explica, en gran medida, el brusco salto desde un 8,5 por 100 en febrero de 2023 hasta el 6,9 por 100, de marzo.

La tasa de inflación subyacente, por su parte, ha tardado más en alcanzar su máximo, pero (tras crecer ininterrumpidamente desde junio de 2022) parece haberlo hecho con el 5,7 por 100 de marzo de 2023, para caer hasta el 5,3 por 100 en mayo. Aunque en su cómputo se eliminan los efectos directos de las subidas de precios energéticos y agrarios, buscando lograr un índice de inflación más estable, ha de tenerse en cuenta que los componentes industriales y de servicios que incorpora no se ven libres de sus efectos indirectos (Blot, Creel y Geerolf, 2023). La energía se utiliza de forma casi universal en la producción industrial y de servicios, con diferentes grados de intensidad. También los productos alimenticios afectan indirectamente a los precios de los productos industriales y de los servicios que los utilizan como *inputs* (piénsese en

los precios hoteleros, de los restaurantes o de la educación...). Tales influencias tardan en propagarse por la cadena de valor. Todo esto hace que la tasa de inflación subyacente reaccione con algunos meses de retraso a los movimientos en la tasa de inflación total. Esa inercia pasará a convertirse en deflacionaria, a medida que los efectos de unos nuevos precios mucho más bajos se vayan propagando.

Teniendo en cuenta todo lo anterior ¿cuáles son las expectativas de inflación en la eurozona de cara al futuro? Diversos indicadores pueden servir de guía para responder a esa pregunta trascendental. Las previsiones más relevantes, de cara a la toma de decisiones de política monetaria, son las que elabora el propio personal del Banco Central Europeo (BCE, 2023a). Según estas, la tasa de inflación media en 2023 será del 5,4 por 100, pero habrá caído en el cuarto trimestre hasta el 3 por 100. En 2024 y 2025 las tasas de inflación medias serán del 3 y 2,2 por 100, respectivamente. La ralentización del proceso desinflacionario durante 2024 tiene que ver con el final de las medidas adoptadas por los distintos Gobiernos nacionales para mitigar las subidas de precios. El objetivo de una inflación del 2 por 100 se alcanzaría hacia el tercer trimestre de 2025.

Las expectativas basadas en encuestas y las implícitas en los mercados financieros dibujan un cuadro similar, de pronta desaceleración de la inflación. Resulta especialmente preocupante, desde el punto de vista de la credibilidad del BCE, el desanclaje que se ha producido en estas expectativas a largo plazo respecto del objetivo de inflación del

2 por 100. Aunque la desviación es relativamente pequeña, de solo unas décimas, puede ser determinante para decidir que sigue siendo necesario emitir señales de dureza.

Estas previsiones se realizan en un entorno de gran incertidumbre (Lagarde, 2023). Cómo evolucione la guerra de Ucrania (donde ni siquiera la amenaza nuclear es totalmente descartable), la velocidad de recuperación de la economía china tras la pandemia, los efectos económicos del cambio climático o la creciente rivalidad geoestratégica entre Estados Unidos y China son algunos de los principales factores, interrelacionados entre sí, que condicionarán la evolución futura de las economías y los precios.

Las mayores o menores expectativas inflacionistas influirán en el comportamiento de los salarios. Con la evidencia existente hasta el momento, no puede afirmarse que su evolución esté provocando efectos de segunda ronda. Por el contrario, durante el año 2022 los salarios reales cayeron. Más recientemente, diversos indicadores apuntan hacia mayores aumentos salariales. Por ejemplo, los datos de Contabilidad Nacional (BCE, 2023b) mostraban un aumento interanual de la compensación por empleado del 5,1 por 100 en el cuarto trimestre de 2022 (todavía por debajo de la inflación observada, pero creciendo en comparación con el 3,9 por 100 del trimestre anterior).

Una reciente polémica, de la que se ha hecho eco el propio BCE (por ejemplo, en Panetta, 2023 o Arce, Hahn y Koester, 2023), apunta hacia el aumento de los márgenes empresariales,

en vez de los salarios, como motor de posibles efectos de segunda ronda sobre la inflación (véase también, sobre el mismo debate en Estados Unidos, Glover, Mustre del Río y Von Ende-Becker, 2023). Lo cierto es que, midiendo la inflación mediante el deflactor del PIB, en el último trimestre de 2022 menos de la mitad se debió al aumento del coste laboral unitario y más de la mitad al del beneficio unitario (medido como el margen bruto de explotación por unidad del PIB real). A lo largo de todo el año 2022, el incremento de márgenes empresariales explica aún más, alrededor de dos tercios, el incremento de precios. Son valores muy altos en comparación con la media histórica.

Se trata, pese a todo, de un fenómeno sobre el que no existe suficiente evidencia de que tenga el carácter sostenido, en vez de coyuntural, que sería necesario para provocar efectos de segunda ronda (en parte debido a la falta de estadísticas tan precisas como en el caso de los salarios para analizarlo, así como por la gran heterogeneidad sectorial que presenta). Los datos disponibles señalan que, en algunos sectores, las subidas de precios pueden haber sido mayores que las estrictamente necesarias para compensar los mayores costes productivos. Una perturbación de oferta podría facilitar los acuerdos implícitos y la coordinación en la subida de precios entre las empresas con poder de mercado que compiten en un mismo sector, disminuyendo su riesgo de perder cuota de mercado (Weber y Wasner, 2023).

El comportamiento de los márgenes empresariales tendrá relevancia también en el futuro inmediato: como los precios de

muchos productos son rígidos a la baja (por diversos motivos, como la existencia de «costes de menú», el deseo de proporcionar estabilidad al consumidor o los diferentes grados de competencia en cada mercado) la vuelta a la normalidad de los costes energéticos favorecería (*ceteris paribus*) su aumento. No obstante, en episodios históricos similares al actual (analizados en Álvarez *et al.*, 2022) un escenario distinto resulta el más frecuente: ante la caída de costes de producción, serían los salarios reales los que recuperarían parcialmente el poder adquisitivo previamente perdido, sin que esto se manifestase en mayores precios. En tal caso, las subidas salariales serían compatibles con una disminución de la inflación y no desencadenarían una espiral salarios-precios. Este escenario de recuperación parcial del poder adquisitivo de los trabajadores concuerda con las previsiones (BCE, 2023a) de crecimiento de la compensación por empleo para los próximos años (5,3 por 100 en 2023, 4,5 por 100 en 2024 y 3,9 por 100 en 2025).

## II. EL FIN DE LA POLÍTICA ACOMODATICA: LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS

A partir del inicio de 2022 el BCE cambia su enfoque, dejando de considerar el incremento de la inflación como un fenómeno transitorio. Este cambio de perspectiva pone fin a una larga política acomodaticia, iniciada en 2008, y abre paso a un proceso de progresiva normalización de la política monetaria. El BCE ha implementado este cambio de rumbo aumentando los tipos de interés oficiales; poniendo fin a los programas de compras de activos, que habían constituido la

base de la importante expansión cuantitativa o *quantitative easing* (QE) puesta en práctica fundamentalmente desde 2015 con el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y, adicionalmente desde 2020, con el Programa de Emergencia para hacer frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés); y con actuaciones relacionadas con las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés).

La estrategia de subida de tipos de interés ha prevalecido sobre la reducción del tamaño del balance por tres razones básicas (Hernández de Cos, 2022): en primer lugar, la mayor facilidad para entender el mecanismo de transmisión monetaria derivado de los aumentos de los tipos de interés que el de la restricción monetaria (*quantitative tightening*, QT); en segundo lugar, porque una fuerte restricción cuantitativa podría distorsionar gravemente los mercados de liquidez; por último, debido a la importancia del canal del crédito bancario en el mecanismo de transmisión monetaria.

Entre julio de 2022 y junio de 2023 el Banco Central Europeo ha modificado su tipo de referencia desde el 0 por 100 (donde llevaba desde marzo de 2017) hasta el 4 por 100 de junio de 2023 mediante ocho subidas consecutivas, en una actuación sin precedentes por su intensidad, rapidez y duración. La elevada incertidumbre en torno a la evolución de la inflación llevó al BCE a sustituir la política de *forward guidance* (basada en la orientación sobre la evolución futura de los tipos de interés para anclar las expectativas) por un procedimiento en el que las

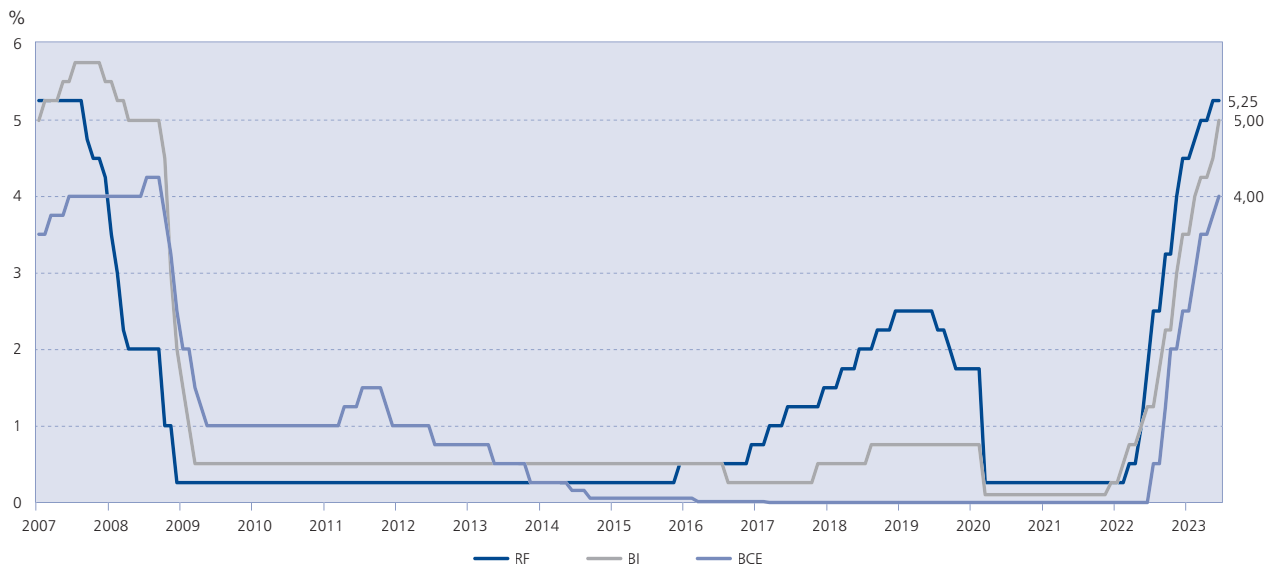
decisiones se toman reunión a reunión en función de la nueva información.

Esta actuación fue más tardía que la que ya llevaban implementando la Reserva Federal americana o el Banco de Inglaterra (gráfico 3), con lo que sus tipos de interés se encontraban muy por encima de los del BCE, provocando la depreciación del euro respecto de esas monedas y sus consecuentes efectos inflacionarios.

Pese a esta diferencia temporal, en esencia los tres bancos centrales han seguido un patrón de comportamiento común, al combinar acciones de endurecimiento gradual de los tipos de interés (Brainard, 1967), que en la eurozona han tenido generalmente un tamaño de 50 puntos básicos, con algún ajuste más brusco (Söderström, 2002), como las históricas subidas de 75 puntos básicos de septiembre y octubre de 2022, que se acometieron en la eurozona con la finalidad de preservar el anclaje de las expectativas de inflación. Mirando hacia el futuro, el endurecimiento de la política monetaria que cabe esperar es mayor en Europa que en EE. UU.

Al subir el tipo de referencia del BCE, también lo hacen el resto de los tipos oficiales, concretamente los de las facilidades permanentes (facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito). Estos tipos de interés son importantes por cuanto representan un límite superior e inferior, respectivamente, para el tipo de interés del mercado interbancario a un día (€str) que, a su vez, influye en el resto de los tipos interbancarios o tipos euríbor. Esta relación entre los tipos oficiales y los tipos

GRÁFICO 3  
TIPOS OFICIALES BANCO CENTRAL EUROPEO, RESERVA FEDERAL Y BANCO DE INGLATERRA  
(2007-2023 JUNIO)



Fuentes: Banco Central Europeo, Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

interbancarios se considera un canal fundamental en el mecanismo de transmisión monetaria, ya que los tipos interbancarios son utilizados a su vez como referencia en las operaciones de crédito comercial, industrial y, sobre todo, hipotecario.

Entre 2008 y 2022, la ruptura del mecanismo de transmisión monetaria y las elevadas condiciones de liquidez que generaron las medidas no convencionales de política monetaria en forma de expansión cuantitativa hicieron que el tipo de interés de la facilidad de depósito se convirtiera en el tipo director de la política monetaria (Esteve y Prats, 2011 y 2014). Dicho tipo se convirtió en el valor a partir del cual se formaban los tipos interbancarios y, por tanto, los de las referencias hipotecarias más comunes (euríbor-180 y euríbor-360). Cuando se situó en terreno negativo, entre junio de

2014 (-0,10 por 100) y junio de 2022 (-0,50 por 100), provocó con ello que las referencias hipotecarias también fueran negativas durante todo ese período.

El aumento de los tipos oficiales, en julio de 2022, puso fin a la era de tipos negativos abriendo la puerta a las subidas de los tipos de interés de todos los créditos a tipo de interés variable, especialmente los hipotecarios, referenciados al euríbor. El efecto sobre las familias con este tipo de endeudamiento ha sido considerable. El euríbor a un año ha subido 450 puntos básicos entre enero de 2022 y junio de 2023 (gráfico 4), lo que en términos de una hipoteca media representa un encarecimiento de entre 300 y 500 euros adicionales por mes.

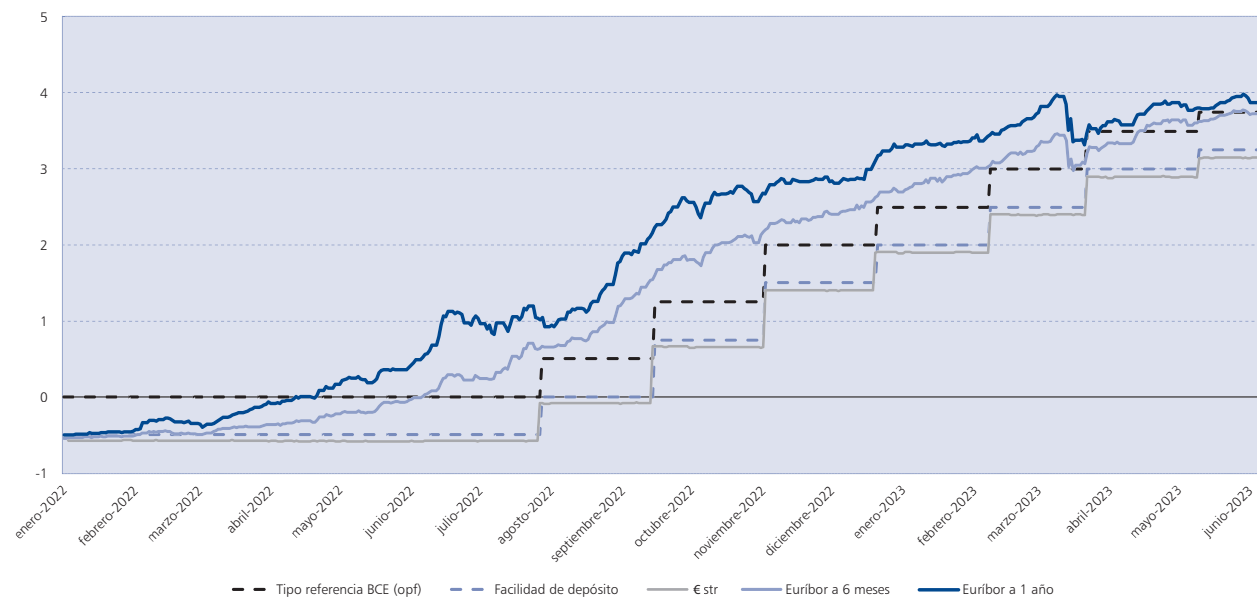
El aumento del coste de financiación es claro en todos los países y sectores de la eurozona.

El indicador compuesto de coste del endeudamiento para familias y empresas, elaborado por el BCE (*Composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations*), arroja un coste medio de las nuevas operaciones hipotecarias, para el sector familias, que ha pasado de un 1,61 por 100 en 2022 a un 3,44 por 100 un año después.

El mismo indicador para los nuevos préstamos a empresas en la eurozona, indica un aumento del coste medio desde el 1,51 por 100 en abril de 2022 a un 4,38 por 100 un año después.

La traslación automática del aumento de los tipos de interés al coste de las hipotecas puede tener costes sociales elevados. Por otro lado, los mercados inmobiliarios han comenzado a enfriarse en la mayoría de los países de la eurozona. A medio plazo, las vulnerabilidades podrían que-

GRÁFICO 4  
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES E INTERBANCARIOS



Fuente: Banco Central Europeo.

dar expuestas y la capacidad de servicio de la deuda podría deteriorarse fundamentalmente en aquellos países de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) donde la vivienda residencial sigue sobrevaluada, los niveles de deuda son elevados y la deuda de los hogares está concentrada en hipotecas a tipos de interés variable (BCE, 2023c). Las vulnerabilidades corporativas podrían también aumentar a medida que los tipos de interés comiencen a afectar a la capacidad de las empresas para hacer frente a sus pagos de intereses; en este entorno, las empresas altamente endeudadas se verán particularmente afectadas (De Vette *et al.*, 2023).

Hay que tener en cuenta que, en este contexto, la mayor remuneración de las reservas bancarias y de la deuda pública reduce el atractivo para los bancos de conceder crédito al

sector privado, lo que genera una presión restrictiva adicional sobre este.

Además, las subidas de tipos no se están trasladando a la remuneración del ahorro del sector privado, con lo que este sector está siendo doblemente penalizado. Estudios recientes (Ferrer *et al.*, 2023) muestran que la traslación del aumento de los tipos de interés a los depósitos bancarios es particularmente débil en los sistemas bancarios con un exceso de liquidez (efecto de la fuerte política expansiva del BCE) y una alta concentración bancaria (medida por la cuota de mercado de los cinco bancos más grandes), entre los que destacan España e Italia.

El comportamiento de los tipos de interés oficiales, y su posible subida en los próximos meses, estará condicionado por la acción de tres factores clave

(Hernández de Cos, 2023): las nuevas previsiones económicas, la inflación subyacente y cómo se siga transmitiendo la política monetaria en el conjunto de la zona euro. Aunque en realidad nadie puede predecir con exactitud dónde se situará finalmente el máximo del tipo de referencia, pues, además de los factores referidos y la incertidumbre que los rodea, también dependerá de la imprevisible trayectoria de la guerra en Ucrania y los desarrollos geopolíticos asociados a ella.

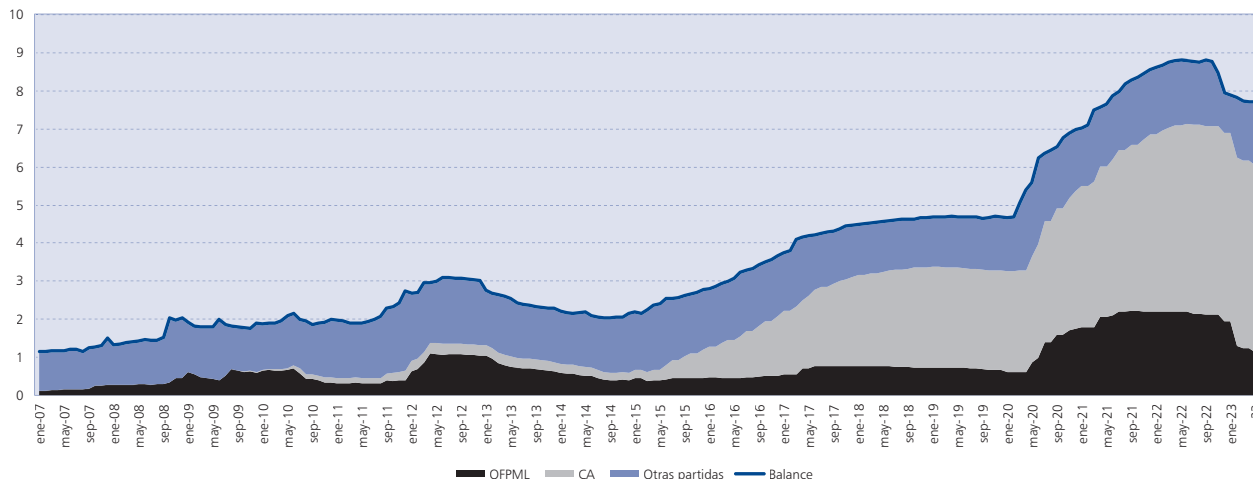
### III. DE LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA A LA CONTRACCIÓN CUANTITATIVA

La política de expansión cuantitativa (QE), iniciada en marzo de 2015, llevó el balance del Banco Central Europeo a un valor máxi-

GRÁFICO 5

## ACTIVO DEL BALANCE DEL BANCO CENTRAL EUROPEO Y PRINCIPALES COMPONENTES (2007-2023 MAYO)

Billones de euros



Fuente: Banco Central Europeo.

mo de 8,8 billones de euros en junio de 2022 (gráfico 5), partiendo de un valor de 1,2 billones de euros en enero de 2007. Fundamentalmente, dos instrumentos explican este comportamiento: las compras de activos financieros a gran escala (por valor de 5,1 billones de euros en junio de 2022), a través del Programa de Compra de Activos (APP) y del programa de Compra de Activos de Emergencia por la Pandemia (PEPP) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), sobre todo las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), por valor de 1,6 billones de euros hasta diciembre de 2021. En total, una expansión cuantitativa de 6,7 billones como consecuencia de las acciones de política monetaria.

El APP, aprobado por el Consejo de Gobierno del BCE en enero de 2015, ha sido el programa de compras de mayor duración y alcance de los im-

plementados durante la expansión cuantitativa. Está basado en compras mensuales a gran escala de diferentes activos (bonos garantizados, activos titulizados, bonos corporativos y, sobre todo, activos públicos que constituyen alrededor del 80 por 100 de la media de las compras mensuales). A finales de junio de 2022, el valor acumulado total del programa ascendía a 3,4 billones de euros (3,3 billones en mayo de 2023).

El PEPP, iniciado en marzo de 2020 como refuerzo del APP, fue un programa temporal de compras mensuales de activos públicos y privados creado con el objetivo específico de contrarrestar los riesgos para la economía del área del euro y el mecanismo de transmisión de la política monetaria derivados del estallido de la pandemia de COVID-19. Fue un programa de gran flexibilidad, a diferencia del APP, para determinar ritmos de compras, e incluso el país de procedencia. Hasta marzo de 2023, acumu-

ló unas compras netas de 1,7 billones de euros (cerca de su límite máximo, previsto en 1,85 billones).

El análisis conjunto de las compras netas mensuales realizadas mediante ambos programas (gráfico 6) revela que en junio de 2020 se alcanzó un volumen máximo de compra mensual de 160.000 millones de euros, siendo también los meses anteriores de una gran intensidad compradora, nunca vista en la historia de la UEM. Estas compras fueron la respuesta a los graves acontecimientos que la irrupción de la pandemia trajo consigo.

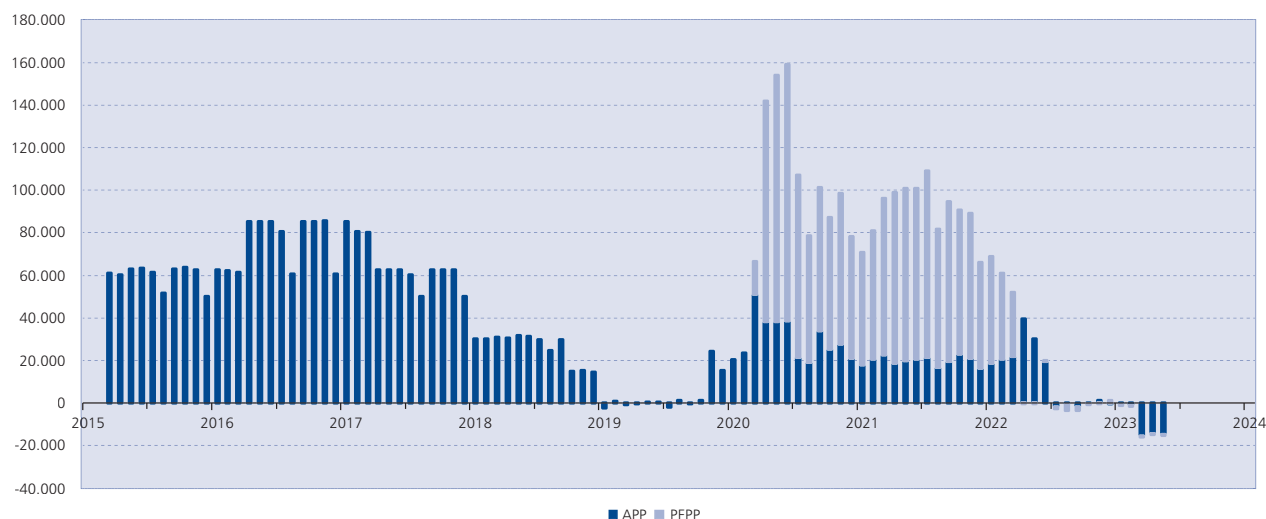
Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) han sido un sistema de concesión de liquidez, iniciado en 2014, que condicionaba la concesión de crédito a las entidades bancarias a la financiación de empresas no financieras y familias (excluyendo hipotecas). Ha habido tres rondas de concesión: la TLTRO-I



GRÁFICO 6

## COMPRAS MENSUALES DE ACTIVOS MEDIANTE LOS PROGRAMAS APP Y PEPP (2007-2023 MAYO)

Datos en millones de euros



Fuente: Banco Central Europeo.

(entre junio de 2014 y septiembre de 2018), la *TLTRO-II* (entre junio de 2016 y marzo 2021) y la *TLTRO-III* (entre septiembre de 2019 y diciembre de 2024).

El programa *TLTRO-III*, al solaparse con la pandemia, fue recalibrado en varias ocasiones con el fin de atraer a las entidades bancarias al programa. La modificación más importante consistió en reducir el coste de estas operaciones por debajo del menor de los tipos oficiales del BCE (tipo de la facilidad de depósito). El resultado fue un éxito de participación sin precedentes en las operaciones de financiación del Eurosistema (Castillo, Esteban y Pérez-Ortiz, 2022). La financiación obtenida a través de *TLTRO-III* creció por importe de 1,6 billones de euros entre marzo de 2020 y diciembre de 2021.

A finales de 2021, el BCE cambió el rumbo de su política mone-

taria e introdujo un plan específico para ir reduciendo el tamaño del balance, buscando iniciar una política de endurecimiento cuantitativo o *quantitative tightening* (*QT*, por sus siglas en inglés). Se puso fin a las compras netas de activos del *PEPP* (a finales de marzo de 2022) y del *APP* (a partir del 1 de julio de 2022) y se procedió a la modificación de las condiciones de financiación de las *TLTRO-III* con el fin de acabar con los ingresos extraordinarios que para las entidades financieras supuso la subida de tipos de interés. A mediados de junio de 2023, todavía quedaban por reembolsar más de 1,1 billones de euros del saldo máximo alcanzado por la tercera serie de *TLTRO*, cuya última operación vencerá en diciembre de 2024. Con estas acciones, se intenta normalizar las condiciones financieras de la eurozona mediante una acción gradual sobre el balance del Banco Central, para rebajar el gran estímulo

generado durante la Gran Recesión y acompañar la política de endurecimiento monetario a través del aumento de los tipos de interés (Banco de España, 2023).

Con la finalización de los programas de compras y pese a que se siguieron reinvertiendo los activos que vencían, en marzo de 2023, se comenzaron a reducir las reinversiones del principal de los valores que fueran venciendo en el marco del *APP* de forma gradual, a un ritmo medio de 15.000 millones mensuales hasta finales de junio de 2023 con el fin de contraer paulatinamente el balance. Finalmente, en julio de 2023 se dieron por finalizadas las compras, provocando unas condiciones más estrictas en la economía (que pueden afectar incluso a los sectores emisores de los activos implicados en los programas). De los 3,3 billones en tenencias del programa *APP* se prevén reembolsos, entre abril de 2023 y marzo de 2024, por valor

de 338.000 millones de euros (2,5 por 100 del PIB de la eurozona). No es mucho, como cabía esperar, si se tiene en cuenta que la media ponderada de vencimientos de deuda en las carteras del BCE está en torno a los ocho años.

En consecuencia, será necesario un largo período de tiempo a este ritmo para reducir el balance de forma significativa (como puede verse en el gráfico 5).

Por su parte, el *PEPP* seguirá reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del programa (1,7 billones adquiridos entre 2020 y 2022) que vayan venciendo, al menos hasta el final de 2024, con notable flexibilidad. Esto se mantiene como un instrumento importante para combatir la fragmentación financiera en la eurozona, pues puede concentrar las reinversiones en la compra de activos de aquellos países que más lo necesiten.

En junio de 2023, el BCE posee 5,1 billones de euros en valores mantenidos con fines de política monetaria a través de los programas de compras y se espera que esto se reduzca en 200.000 millones de euros para finales de 2023. En 2023, la mayor contribución a la reducción del exceso de reservas de los bancos procederá de la reducción de alrededor de la mitad de los 1,1 billones de euros restantes de operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico.

El cambio de rumbo de la política monetaria del BCE ha seguido un marco de actuación concordante con la nueva estrategia de política monetaria, introducida en 2021. En este nuevo enfoque, se intenta hacer

frente a los nuevos retos estructurales que se derivan de la caída de los tipos de interés de equilibrio (o tipos naturales), la globalización, la digitalización y el cambio climático, entre otros factores. En la nueva estrategia de política monetaria, el análisis monetario y financiero se centra en la evaluación del funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, sobre todo de la homogeneidad de esa transmisión entre países, y en los posibles riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo derivados de los desequilibrios financieros (crisis bancarias, riesgo sistémico, ratios de liquidez y solvencia, entre otros). De particular interés es la interacción entre la política monetaria y la estabilidad financiera ya que, tras la crisis de 2008, se reconoce que esta es una condición indispensable para alcanzar la estabilidad de precios. En este sentido, evitar la fragmentación financiera es un elemento central de la transmisión monetaria.

Consecuente con este marco general, al BCE le ha guiado

desde 2022 un compromiso firme para garantizar una transmisión homogénea de la orientación de su política monetaria a todos los países del área del euro, evitando que se genere una fragmentación financiera que no esté justificada por los fundamentos económicos de los países afectados. Con ese fin, ha emprendido las siguientes actuaciones (BdE, 2023):

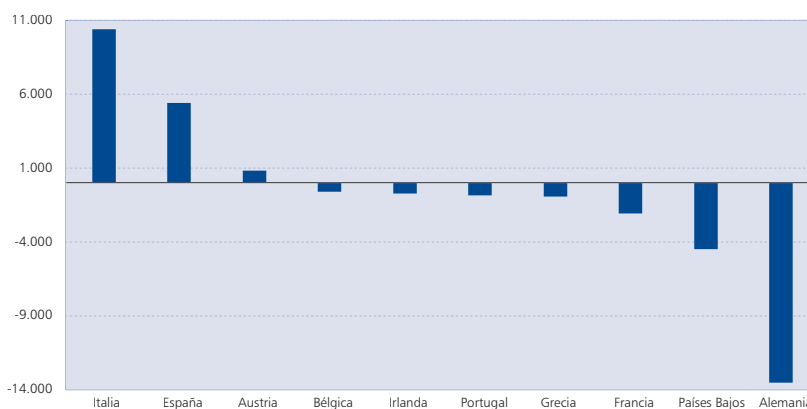
- a) En primer lugar, aplicar las reinversiones de los principales de los valores de la cartera del *PEPP* que vayan venciendo, intentando compensar distorsiones en la transmisión monetaria entre países de la eurozona.

El BCE reconoce que la pandemia ha contribuido al afloramiento de vulnerabilidades persistentes en la economía de la UEM, que están contribuyendo a una transmisión desigual de la normalización de la política monetaria común a los distintos países. El gráfico 7 muestra de qué manera las reinversiones en el marco del *PEPP*, entre junio

GRÁFICO 7

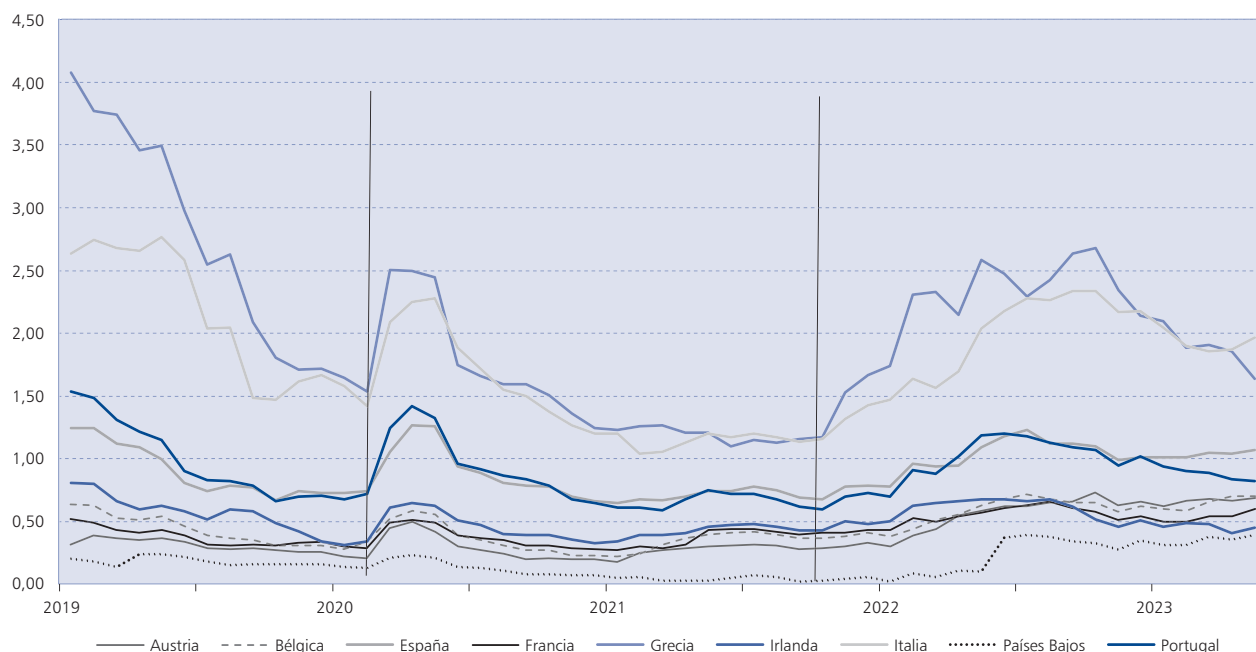
**COMPRAS NETAS DE DEUDA PÚBLICA EN EL MARCO DEL PEPP ENTRE JUNIO DE 2022 Y MARZO DE 2023**

Datos en millones de euros



Fuente: Banco Central Europeo.

GRÁFICO 8  
**PRIMAS DE RIESGO DE LA DEUDA PÚBLICA EN RELACIÓN CON ALEMANIA**  
 Datos por 100



Fuente: Banco Central Europeo.

de 2022 y marzo de 2023, han favorecido especialmente a Italia (10.425 millones de euros) y España (5.416 millones de euros) frente a las ventas netas de Alemania (por valor de 13.568 millones de euros) o Países Bajos (de 4.508). Esto ha contribuido a contrarrestar el alza de las primas de riesgo de la deuda soberana de Italia y España.

b) En segundo lugar, el BCE creó, en julio de 2022, una nueva herramienta: el instrumento para la protección de la transmisión (*TPI*, por sus siglas en inglés). Garantizar la igualdad de la transmisión monetaria entre todos los países de la eurozona es una condición básica para que el BCE pueda cumplir con su mandato de estabilidad de precios (BCE, 2022a). El Consejo de Go-

bierno del BCE considerará un conjunto de criterios a la hora de evaluar si un país es apto para activar este programa y la decisión deberá ser adoptada por unanimidad.

El BCE podrá adquirir en el mercado secundario valores de deuda pública y privada, con vencimientos entre uno y diez años. La cuantía de las compras no estará limitada y su tamaño dependerá de la importancia de los riesgos para la transmisión monetaria. Aunque no ha llegado a activarse todavía, su simple creación contribuyó a relajar unas primas de riesgo periféricas que estaban aumentando (como puede verse en el gráfico 8).

Activar el *TPI* proporcionará liquidez a los Gobiernos que enfrenten distorsiones en los

mercados. Sin embargo, la actuación del BCE lleva a interferir con la política de *QT*. Por ello, el BCE tendrá que retirar liquidez del sistema vendiendo bonos gubernamentales de países de bajo riesgo, con la consiguiente acumulación de deuda pública de alto riesgo a cambio de deuda pública de países de bajo riesgo. Esto puede crear problemas políticos cuando países como Alemania y los Países Bajos se resistan (De Grauwe, 2022).

#### IV. ESTABILIDAD DEL SISTEMA BANCARIO Y LUCHA CONTRA LA INFLACIÓN: ¿OBJETIVOS EN CONFLICTO?

A principios de marzo de 2023, un banco mediano estadounidense, el Silicon Valley

Bank (SVB), entró en crisis. Sus problemas, que en principio parecían idiosincráticos, terminaron afectando posteriormente a otras entidades de ese país (Signature Bank, First Republic Bank, Pacwest Bancorp) sin que el proceso pareciera todavía totalmente controlado a mediados de año. Esa crisis bancaria saltó también al continente europeo, contagiando a una entidad sistémica suiza, el Credit Suisse.

En principio, existen argumentos para sostener que los temores de los mercados resultan exagerados, pues las principales entidades afectadas presentaban problemas específicos. El SBV concentraba sus activos excesivamente en títulos de deuda pública con vencimiento a largo plazo y sus pasivos en grandes depósitos no garantizados de empresas tecnológicas (Jiang *et al.*, 2023). La pérdida de valor de esos activos, debido al alza de los tipos de interés, no se reflejaba del todo contablemente, por estar buena parte de ellos valorados a coste amortizado (al tener la intención de mantenerlos hasta su vencimiento) y no por su precio de mercado. La fuga de depósitos, inusualmente rápida, obligó a deshacerse de esos títulos para obtener liquidez, materializando así las pérdidas latentes y provocando problemas de solvencia. En el caso suizo, se trata de una entidad afectada por escándalos y problemas desde hace años, que había tenido considerables pérdidas en 2022.

Sin embargo, los hechos anteriores han tenido un claro efecto sobre la cotización de las acciones de los bancos de la zona del euro y sobre el precio de sus CDS (los *swaps* de incumplimiento de crédito o CDS por sus siglas en inglés, credit

default swaps), volviendo el sentimiento del mercado en contra suya. Por ello, merece la pena analizar el riesgo de contagio para unos bancos de la eurozona en plena readaptación, tras un largo período de tipos de interés muy bajos.

A primera vista, abundan los motivos para la tranquilidad. Los bancos europeos se enfrentan a esta situación bien preparados, gracias a las reformas en su regulación y supervisión introducidas tras la crisis financiera iniciada en 2008. A finales del año pasado, el índice de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) alcanzaba un satisfactorio 161 por 100 (BCE, 2023d). Respecto al capital, el CET1 (capital común de nivel 1, *common equity tier 1*, por sus siglas en inglés) se situaba en un confortable 15,27 por 100. La morosidad, por su parte, estaba en descenso y era baja, del 1,84 por 100.

Además, en este caso las mismas regulaciones han de respetarse en todo el sistema bancario, independientemente del tamaño, a diferencia del caso norteamericano. La supervisión única, el pilar más acabado de la unión bancaria europea, ha funcionado también mejor que la estadounidense. El BCE puso el riesgo de tipo de interés (IRRBB, por sus siglas en inglés) en el centro de sus preocupaciones como una prioridad de supervisión desde la segunda mitad de 2021 (Enria, 2023). Desde entonces, ha realizado simulaciones para cuantificar las consecuencias del alza de tipos bajo diferentes escenarios.

No obstante, cuando se analizan los aspectos anteriores en detalle, aparecen también motivos para evitar la complacencia.

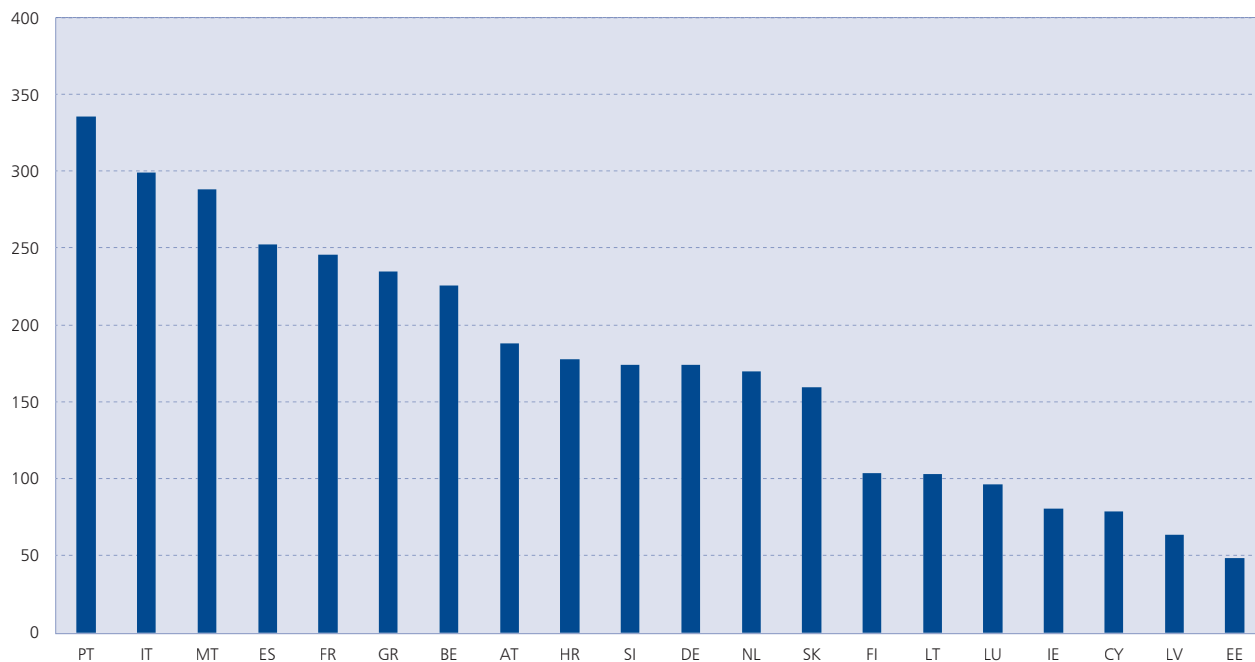
En cuanto a la liquidez, el ritmo de retirada de depósitos que se tiene en cuenta para calcular el índice puede estar infravalorando la amenaza real. El caso del SVB demuestra que la digitalización facilita tanto la difusión de rumores negativos en las redes sociales como la retirada de fondos de los depositantes. Convendría, en consecuencia, recalibrar ese parámetro al alza (Dewatripont, Praet y Sapir, 2023).

Por otro lado, el caso norteamericano no se puede extrapolar a la zona del euro sin matices. En ella, el pasivo se encuentra más diversificado y fidelizado. Los depósitos minoristas asegurados de las familias tienen un mayor peso, especialmente en los bancos pequeños y medianos. Como existen menos alternativas fuera del sistema bancario en comparación con Estados Unidos, los depósitos a la vista retirados suelen volver a dicho sistema en otras instituciones u otro tipo de instrumentos. Los colchones de liquidez se componen en un 70 por 100 de efectivo y reservas en el BCE (EBA, 2022), que además tiene instrumentos (y está dispuesto a crear otros nuevos) para proporcionar liquidez adicional si se necesita. Todo lo anterior hace improbable que los bancos europeos se vean forzados a realizar pérdidas latentes en títulos de deuda pública para obtener liquidez frente a una retirada de depósitos.

En cualquier caso ¿en qué medida esas pérdidas latentes son relevantes y cómo se han generado? El favorable tratamiento regulatorio que recibe la deuda soberana tiene mucho que ver. A efectos de solvencia, no consume recursos propios, porque su ponderación por riesgo es

GRÁFICO 9

## EXPOSICIÓN AL RIESGO SOBERANO COMO POR 100 DEL CAPITAL POR PAÍS DE LA EUROZONA



Fuente: Elaboración propia a partir de *European Banking Authority, EBA* (2022).

cero. En términos de liquidez, se considera un activo líquido de alta calidad (*HQLA*, por sus siglas en inglés). Tampoco está sujeta a límites de concentración de riesgo. Y los intentos para reformar este tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas (*RTSE*, por sus siglas en inglés), eliminando la ponderación cero (por ejemplo, teniendo en cuenta su *rating*) o incentivando la diversificación, han fracasado.

Como consecuencia, en el gráfico 9 se puede observar la alta exposición al riesgo soberano como porcentaje del capital bancario en los países de la eurozona (con datos de junio de 2022). En los países del sur, donde es mayor, alcanza el 300 por 100 en Italia, el 253 por 100 en España o el 246 por 100 en Francia, si nos concentramos en los países grandes. Portugal,

Malta, Grecia y Bélgica los acompañan en ese grupo de los más expuestos. A la heterogeneidad entre países ha de sumarse la existente entre las entidades bancarias de cada país.

Otra peculiaridad de la deuda pública a tener en cuenta está relacionada con su método de contabilización. Una parte de ella no se contabiliza a precio de mercado (sino a coste histórico amortizado) pues, en principio, se tiene la intención de mantenerla en el balance hasta su vencimiento. En el caso europeo, el 60 por 100 de las exposiciones soberanas se encuentra en esta situación (EBA, 2022), habiéndose incrementado el porcentaje desde que las expectativas de subidas del tipo de interés se consolidaron. Aunque existen justificaciones para esta práctica contable, los mercados financieros tienden a centrarse en

el valor de mercado de los activos y la aparición de pérdidas latentes provoca desconfianza.

En realidad, los efectos de la subida de los tipos de interés sobre el sistema bancario son más amplios, afectando tanto al valor de los activos como de los pasivos (aunque menos debido a su más corta duración), siendo la deuda soberana solo un componente de los primeros. Por ejemplo, las hipotecas a tipo fijo, aunque menos frecuentes en la zona del euro que en Estados Unidos (Molyneux *et al.*, 2022), son otro de los activos cuyo valor disminuye. Habría que añadir los efectos sobre los beneficios, que tienden a aumentar, gracias al mayor margen de intereses. Por último, la subida de tipos impactará negativamente sobre la morosidad, mayor en un entorno de desaceleración económica y

más altas cargas de intereses. En la actualidad, preocupa especialmente este riesgo para el caso del sector inmobiliario comercial, pues en él se suma el cambio estructural que han supuesto el incremento del teletrabajo y de las compras *online*.

Intentando cuantificar la dimensión de alguno de estos efectos, el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2023) ha estimado el impacto que tendrían las pérdidas latentes en los bonos mantenidos hasta el vencimiento sobre el capital en una muestra de bancos europeos y estadounidenses. Según sus resultados, la dimensión del problema es mucho menor (una quinta parte) en el primer caso que en el segundo. Esas pérdidas de valor no reflejadas en la contabilidad disminuirían al capital *CET1* en 250 puntos básicos en Estados Unidos, frente a unos modestos 50 puntos básicos en Europa. No obstante, existe considerable heterogeneidad entre bancos individuales.

El Banco Central Europeo, por su parte (BCE, 2022b), ha estimado el efecto sobre el valor neto bancario de un incremento de 200 puntos básicos en el tipo de interés. Las conclusiones que alcanza son similares a las del FMI: el impacto negativo sobre los bancos europeos sería moderado (una reducción de 60 puntos básicos en el capital *CET1*, en este caso), pero con variaciones importantes entre bancos, siendo los impactos negativos mayores entre los bancos pequeños.

Aunque los escenarios utilizados en los cálculos anteriores sean menos severos que los reales, estos siguen implicando unos efectos negativos sobre el capital de los bancos limitados

y asumibles. El principal peligro podría residir en el estallido de problemas en alguna institución pequeña concreta, que provocase la amenaza de contagios irracionales a otras.

Una de las razones por las que las repercusiones negativas sobre los bancos europeos son menores tiene que ver con que se han asegurado frente a unas subidas de tipos de interés que anticipaban, mediante el uso de instrumentos derivados. Esto, siendo ventajoso para el sector bancario, conlleva otro peligro: la transferencia del riesgo a las otras partes de esos contratos de aseguramiento (principalmente aseguradoras y fondos de pensiones). Algunas de esas instituciones podrían ser incapaces de hacer frente a todos los compromisos asumidos.

En contraposición a las anteriores fortalezas de la banca europea frente a la norteamericana, un factor de debilidad lo constituye el que la Unión Bancaria Europea permanezca incompleta. De ella, la principal carencia es la falta de un fondo de garantía de depósitos común (*European deposit insurance scheme* o *EDIS*). Tras años de negociaciones infructuosas, la propuesta de la Comisión Europea para crearlo, realizada en 2015, no ha llegado a aprobarse. Reconociendo ese fracaso, el Eurogrupo decidió (el 16 de junio de 2022) solicitar a la Comisión que formulase una propuesta menos ambiciosa, limitada a mejorar el marco de gestión de las crisis bancarias y de garantía de depósitos (*crisis management and deposit insurance* o *CMDI*). Tal propuesta se hizo pública el 18 de abril de 2023. En la práctica, cuando bancos pequeños o medianos han entrado en quiebra, casi nunca

se ha gestionado el problema utilizando el marco común de resolución, sino mediante soluciones nacionales (Verón, 2023). A menudo esto ha supuesto utilizar dinero público, en vez de los recursos internos del banco o los fondos de garantía de depósitos nacionales financiados por el propio sector, como forma de evitar la asunción de pérdidas por los depósitos no garantizados. La reciente propuesta de la Comisión pretende proporcionar mayor protección a los depositantes, flexibilizando el uso de los fondos de garantía nacionales financiados por el propio sector en los procedimientos de resolución. Se trata de una aportación útil pero escasa. Aun así, no parece probable que se apruebe antes de las próximas elecciones al Parlamento Europeo.

Otra tarea pendiente de la integración europea reside en realizar mayores progresos en la Unión de los Mercados de Capitales. Aumentando su profundidad e integración, podrían proporcionar a las empresas (sobre todo a las pequeñas y medianas) fuentes de financiación alternativas a la bancaria, a semejanza de los Estados Unidos.

## V. CONCLUSIONES

Por vez primera desde la creación de la moneda única, la inflación en la eurozona se ha alejado claramente al alza del objetivo del 2 por 100. Esto se ha debido al solapamiento en el tiempo de dos fuertes perturbaciones de oferta: la provocada por la pandemia (y sus «cuellos de botella», en gran medida ya disipados) y la desencadenada por la invasión rusa de Ucrania. El consiguiente aumento en los precios, sobre todo de la energía (gas, petróleo y electricidad),

pero también de otros componentes (como alimentos y diversas materias primas) está detrás de la brusca subida del IAPC.

Aunque el proceso desinflacionario va a ser lento, la inflación ya ha tocado máximos, incluyendo la subyacente. Los factores que la impulsaban han ido revirtiendo con claridad, excepto en el caso de los alimentos, y está previsto que retorne al objetivo hacia finales de 2025. Ello se está logrando sin una recesión grave y con bajos niveles de desempleo. Tampoco se han producido efectos graves de segunda ronda en los salarios, que se prevé vayan recuperando progresivamente parte del poder adquisitivo perdido. El papel de los márgenes empresariales ha dado lugar a un acalorado debate, pero no existen datos suficientes sobre este fenómeno, que podría deberse a factores coyunturales.

Ha de tenerse en cuenta que las previsiones están sujetas a un alto grado de incertidumbre, pues lo que termine sucediendo dependerá de factores como la evolución de la guerra de Ucrania, la rivalidad geoestratégica entre Estados Unidos y China, o el cambio climático.

Como respuesta a la alta inflación, el BCE ha puesto fin a su política monetaria acomodaticia. Para ello, ha utilizado como principal instrumento la subida de los tipos de interés de referencia, tardía pero decidida. Tal proceso aún no ha concluido, pese a que las dos últimas alzas hayan sido de menor cuantía que las anteriores, y ha ido transmitiendo sus efectos al resto de tipos de interés de la economía.

Las actuaciones susodichas han ido acompañadas de un

menos ambicioso proceso de restricción cuantitativa a través de los principales programas de compra de activos y provisión de liquidez (*APP*, *PEPP* y *TLTRO-III*). En el caso del *PEPP*, gracias a su flexibilidad, la posibilidad de seguir reinvertiendo en la cuantía de los activos que vencen ha permitido concentrar las compras en los títulos de deuda pública de aquellos países periféricos con un mayor peligro de repunte en sus primas de riesgo. Esto, sumado a la creación del nuevo instrumento *TPI* (que no ha llegado a utilizarse, pero cuya mera existencia afecta a las expectativas) ha conseguido evitar la fragmentación y preservar el proceso de transmisión de la política monetaria común.

Los recientes problemas bancarios estadounidenses han tenido cierta repercusión sobre la cotización de los bancos europeos, pero ambas situaciones no parecen comparables. En el caso europeo, los indicadores de liquidez, solvencia y morosidad presentan una situación tranquilizadora. Además, las mismas exigentes regulaciones afectan a todas las entidades, independientemente de su tamaño. También la supervisión ha funcionado mejor, convirtiendo la vigilancia del riesgo de tipo de interés en una prioridad desde mediados de 2021.

Esto no quiere decir que haya motivos para la complacencia, pues algunos rasgos puestos de relieve en Estados Unidos (como el efecto de la digitalización en forma de una más rápida retirada de depósitos) sí pueden ser replicables en Europa. Las pérdidas latentes en títulos de deuda pública que no se contabilizan a precios de mercado son otro problema compartido. Sin embargo,

las simulaciones realizadas por instituciones como el FMI encuentran que la dimensión del problema es mucho menor que en el caso estadounidense. Los bancos europeos han hecho un mayor uso de instrumentos derivados para asegurarse frente a la subida de tipos de interés que anticipaban. No obstante, esto implica una transferencia de riesgo hacia otras instituciones, como aseguradoras y fondos de pensiones, que ha de tenerse en cuenta por parte de las autoridades de supervisión.

El aparente dilema entre la lucha contra la inflación y la estabilidad del sistema bancario puede evitarse, empleando diferentes instrumentos para cada objetivo.

Completar la Unión Bancaria Europea, en especial lo referente a la creación de un fondo de garantía de depósitos común, es una tarea pendiente. Desafortunadamente, no parece ser políticamente posible todavía. La Unión de los Mercados de Capitales permanece, asimismo, pendiente de realizarse.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, J., BLUEDORN, J. C., HANSEN, N. J., HUANG, Y., PUGACHEVA, E. y SOLLACI, A. (2022). Wage-Price Spirals: What is the Historical Evidence? *IMF Working Paper* 2022/221. Washington DC.
- ARCE, O., HAHN, E. y KOESTER, G. (2023). How tit-for-tat inflation can make everyone poorer. *The ECB Blog*. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog.230330~00e522ecb5.en.html>
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2022a). El Instrumento para la Protección de la Transmisión. Nota de prensa, 21 de julio de 2022.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2022b). *Financial Stability Review*, mayo.

<p>BANCO CENTRAL EUROPEO (2023a). <i>ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area</i>, junio. <a href="https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202306_eurosystemstaff~6625228e9f.en.pdf">https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202306_eurosystemstaff~6625228e9f.en.pdf</a></p> <p>BANCO CENTRAL EUROPEO (2023b). <i>Economic Bulletin</i>, 2/2023.</p> <p>BANCO CENTRAL EUROPEO (2023c). <i>Financial Stability Review</i>, mayo.</p> <p>BANCO CENTRAL EUROPEO (2023d). <i>Supervisory Banking Statistics</i>, 4.º trimestre 2022.</p> <p>BANCO DE ESPAÑA (2023). <i>Informe Anual</i>, 2022.</p> <p>BLOT, C., CREEL, J. y GEEROLF, F. (2023). The direct and indirect impacts of the war on inflation. <i>Monetary Dialogue Papers</i>, Parlamento Europeo. <a href="https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/741487/IPOL_IDA(2023)741487_EN.pdf">https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/741487/IPOL_IDA(2023)741487_EN.pdf</a></p> <p>BRAINARD, W. C. (1967). Uncertainty and the Effectiveness of Monetary Policy, <i>American Economic Review</i>, 57(2), pp. 411-425.</p> <p>CASTILLO, M. C., ESTEBAN, E. y PÉREZ-ORTIZ, M. L. (2022). El efecto de las TLTRO III en el balance de las entidades de crédito españolas. <i>Boletín Económico. Banco de España</i>, 2, pp. 1-18.</p> <p>DEWATRIPONT, M., PRAET, P. y SAPIR, A. (2023). The Silicon Valley Bank collapse: prudential regulation lessons for Europe and the world, <i>VoxEU CEPR column</i>, 20 de marzo.</p> <p>DE GRAUWE, P. (2022). Towards a New Euro Crisis? <i>Intereconomics</i>, 5, pp. 273-277. <a href="https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/5/article/towards-a-new-euro-crisis.html">https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/5/article/towards-a-new-euro-crisis.html</a></p> <p>DE VETTE, N., FAHR, S., SERRANO, P. y WELZ, P. (2023). Corporate vulnerabilities and the risks of lower growth and higher rates. <i>Financial Stability Review. ECB</i>, May, Box 1, pp. 27-31.</p>	<p>ENRIA, A. (2023). <i>Exchange of views of the Committee on Economic and Monetary Affairs</i>. Parlamento Europeo, 21 de marzo.</p> <p>ESTEVE, V. y PRATS, M. A. (2011). La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional. <i>Revista Principios. Estudios de Economía Política</i>, 19, pp. 5-34.</p> <p>ESTEVE, V. y PRATS, M. A. (2014). Fragmentación financiera y ruptura de la transmisión de la política monetaria en la eurozona. <i>Cuadernos de Información Económica</i>, 238, pp. 87-102.</p> <p>EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2022). <i>Risk Assessment of the European Banking System</i>, diciembre.</p> <p>FERRER, A., GANICS, G., MOLINA, A. y SERENA, J. M. (2023). The EURIBOR surge and bank deposit costs: an investigation of interest rate pass-through and deposit portfolio rebalancing. <i>Revista de Estabilidad Financiera-Banco de España</i>, 44, pp. 9-37.</p> <p>FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2023). Safeguarding financial stability amid high inflation and geopolitical risks. <i>Global Financial Stability Report</i>, abril.</p> <p>GLOVER, A., MUSTRE DEL RÍO, J. y VON ENDE-BECKER, A. (2023). How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation? <i>The Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review</i>, 108(1), pp. 1-13.</p> <p>HERNÁNDEZ DE COS, P. (2022). La política monetaria en el área del euro: situación actual y adónde nos dirigimos. Discurso ante el XXI Congreso de Directivos CEDE, Bilbao, 29.09.2022 <a href="https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/IIPP-2022-09-29-hdc.pdf">https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/IIPP-2022-09-29-hdc.pdf</a></p> <p>HERNÁNDEZ DE COS, P. (2023). La política monetaria del Banco Central Europeo ante el reto de la estabilidad de precios. Discurso ante el Círculo Financiero La Caixa. Barcelona,</p>	<p>22.05.2023 <a href="https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/IIPP-2023-05-22-hdc.pdf">https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/IIPP-2023-05-22-hdc.pdf</a></p> <p>JIANG, E., MATVOS, G., PISKORSKI, T. y SERU, A. (2023). Monetary Tightening and U.S. Bank Fragility in 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs? <i>NBER Working Paper</i>, n.º 31048.</p> <p>LAGARDE, C. (2023). Central banks in a fragmenting world. Discurso pronunciado en el <i>Council on Foreign Relations</i>, Nueva York: Banco Central Europeo. <a href="https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230417~9f8d34fbd6.en.html">https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230417~9f8d34fbd6.en.html</a></p> <p>MOLYNEUX, P., PANCOTTO, L., REGHEZZA, A. y RODRÍGUEZ, C. (2022). Interest rate risk and monetary policy normalisation in the euro area. <i>Journal of International Money and Finance</i>, 124, 102624.</p> <p>PANETTA, F. (2023). Everything, everywhere all at once: responding to multiple global shocks. Discurso pronunciado en <i>The ECB and its watchers XXIII Conference</i>. Banco Central Europeo. <a href="https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230322_2~af38beedf3.en.html">https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230322_2~af38beedf3.en.html</a></p> <p>SÖDERSTRÖM, U. (2002). Monetary Policy with Uncertain Parameters. <i>The Scandinavian Journal of Economics</i>, 104(1), pp. 125-145.</p> <p>VERÓN, N. (2023). The US and Swiss messes may nudge the EU towards better international bank capital standards compliance. <i>Bruegel</i>, 26 de abril.</p> <p>WEBER, I. y WASNER, E. (2023). Sellers' Inflation, Profits and Conflict: Why can Large Firms Hike Prices in an Emergency? <i>Economics Department Working Paper Series</i>, 2023-2, University of Massachusetts Amherst.</p>
--	--	---