

CORRECCIÓN DE EXAMEN

# Examen oral

NOTA FINAL

**8,7/10**

CURSO Oposición TCEE – Bloque económico

DOCUMENTO Tema 7 – Política monetaria del BCE

FECHA 09/05/2026

# Transcripción

42 ppm

00:04 – 06:00 · 50 ppm

Buenos días. Con la venia del tribunal, paso a exponer el tema 7 del programa, dedicado a la política monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales y, en particular, del Banco Central Europeo. Para enmarcar la exposición seguiré el siguiente esquema: en primer lugar, marco normativo y arquitectura institucional; a continuación, objetivos y estrategia; en tercer lugar, instrumentos convencionales; en cuarto, mecanismo de transmisión; en quinto, medidas no convencionales; y, por último, normalización post-2022 y conclusión. El marco normativo se asienta sobre los artículos 127 a 133 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, así como sobre el Protocolo número 4 anexo, que constituye los Estatutos del SEBC y del BCE. La política monetaria es competencia exclusiva de la Unión para los Estados miembros cuya moneda es el euro, en virtud del artículo 3.1.c del TFUE. Conforme al artículo 127.1 del TFUE, el objetivo primordial del SEBC es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos del artículo 3 del TUE, entre los que se encuentran el crecimiento equilibrado, el pleno empleo y el progreso social. La estabilidad de precios fue concretada por el Consejo de Gobierno del BCE, en su revisión estratégica de julio de 2021, como un objetivo simétrico de inflación del dos por ciento a medio plazo, abandonando la fórmula anterior de "cercana pero inferior al dos por ciento". La estrategia se basa en un análisis integrado de naturaleza económica y monetaria. El primer pilar evalúa las perspectivas a corto y medio plazo de los precios y la actividad real; el segundo, los desarrollos monetarios y financieros, especialmente la evolución del agregado M3 y del crédito al sector privado.

## PIZARRA

### TEMA 7 — POLÍTICA MONETARIA

- 1) Objetivos del BCE → estabilidad de precios  
inflación  $\approx$  2 % anual a medio plazo
- 2) Instrumentos convencionales:
  - Tipos de interés oficiales
  - Operaciones de mercado abierto
  - Coeficiente de reservas mínimas

03:38

06:04 – 12:18 · 47 ppm

Paso ahora a los instrumentos convencionales. Cabe distinguir tres grandes bloques: los tipos de interés oficiales, las operaciones de mercado abierto y el coeficiente legal de reservas mínimas. Los tres se articulan para alcanzar el objetivo operativo de pilotar los tipos a corto

plazo del mercado interbancario, sintetizados en el €STR, el euro short-term rate. Los tipos de interés oficiales son tres. Primero, el de las operaciones principales de financiación, las MRO, que actúa como tipo de referencia principal. Segundo, el de la facilidad marginal de crédito, al que los bancos pueden obtener liquidez a un día contra colateral. Tercero, el de la facilidad de depósito, al que pueden depositar reservas excedentes a un día. La diferencia entre el techo, facilidad marginal, y el suelo, facilidad de depósito, conforma el llamado corredor de tipos. Su anchura es habitualmente simétrica respecto al MRO, aunque ha variado en distintos episodios de la historia reciente del BCE, llegando a estrecharse hasta veinte puntos básicos en periodos de tipos negativos. Las operaciones de mercado abierto presentan cuatro modalidades. Las operaciones principales de financiación o MRO, semanales y con vencimiento a una semana, son la pieza fundamental. Las operaciones de financiación a largo plazo u LTRO, con vencimiento a tres meses, suministran liquidez estructural. Existen además operaciones de ajuste fino para suavizar perturbaciones inesperadas y operaciones estructurales que ajustan la posición estructural de liquidez del sistema. El coeficiente legal de reservas mínimas obliga a las entidades de crédito a mantener un porcentaje de sus pasivos computables en una cuenta abierta en su banco central nacional. Actualmente se sitúa en el uno por ciento; su finalidad es generar de modo estable una demanda agregada de reservas y, con ello, facilitar el control de los tipos a corto.

#### PIZARRA

##### 3) Mecanismo de transmisión

Tipo BCE → tipos interbancarios → crédito → demanda

↓

expectativas + tipo de cambio

##### 4) Forward guidance: comunicación del BCE

reduce incertidumbre y ancla expectativas

08:22

12:25 - 17:30 · 44 ppm

El mecanismo de transmisión describe la cadena por la que una variación de los tipos oficiales termina afectando a los precios y a la actividad real. Cabe distinguir, en una formulación clásica, cinco canales: el tipo de interés, el crédito bancario, el precio de los activos, el tipo de cambio y, transversalmente, las expectativas. El canal del tipo de interés opera del tipo oficial hacia el tipo interbancario, de éste al coste de financiación bancaria, y de aquí al tipo aplicado al crédito a hogares y empresas. La elasticidad final de la demanda agregada al tipo de interés depende, entre otros factores, de la propensión marginal al consumo, de la sensibilidad de la inversión y de la posición patrimonial de los agentes. El canal del crédito bancario, formalizado por Bernanke y Blinder, opera cuando una contracción monetaria reduce la oferta de crédito bancario más allá de lo que explicaría el

mero ajuste de tipos, debido a fricciones de información y a la heterogeneidad de balances. Es particularmente relevante en economías bancarizadas como la española. El canal del tipo de cambio actúa a través de la paridad descubierta de los tipos de interés: subidas de tipos por encima de las anticipadas tienden a apreciar la moneda, afectando a la competitividad y al precio de las importaciones, con impacto directo en la inflación importada.

#### PIZARRA

- 5) Medidas no convencionales (post-2008)
  - APP — compras de activos
  - TLTRO — financiación a largo plazo a bancos
  - PEPP — programa pandemia (2020)
- 6) Conclusión: tránsito a la normalización (2022-)  
subidas de tipos y reducción del balance

13:28

#### 17:35 – 22:38 · 40 ppm

Por último, el canal de las expectativas adquiere relieve cuando los instrumentos convencionales pierden eficacia, como en el límite inferior efectivo. El BCE lo activa mediante el denominado forward guidance, esto es, la comunicación pública sobre la trayectoria futura previsible de la política monetaria, con el fin de anclar expectativas y reducir incertidumbre. La forward guidance puede ser cualitativa, cuando se enuncia un compromiso genérico, o condicional, cuando se vincula a umbrales observables de inflación, holgura económica o tendencia de la inflación subyacente, tal y como recoge la propia estrategia revisada de 2021. Paso ahora a las medidas no convencionales, desplegadas a partir de la crisis financiera global de 2008 y, sobre todo, a partir de la crisis de deuda soberana europea de 2010 a 2012. Su denominador común es la utilización del tamaño y composición del balance del BCE como instrumento monetario adicional, una vez agotado el margen del tipo oficial. Cabe distinguir cuatro grandes familias. Primera, los programas de compra de activos en mercado secundario, agrupados desde 2014 bajo el paraguas del Asset Purchase Programme, el APP, que incluye el Public Sector Purchase Programme, el Corporate Sector Purchase Programme, el Asset-Backed Securities Purchase Programme y el tercer Covered Bond Purchase Programme.

#### 22:42 – 27:52 · 36 ppm

Las compras del APP se reparten entre jurisdicciones conforme a la clave de capital del BCE. Persiguen aplanar la curva de tipos a través del canal de duración, generar reequilibrio de carteras hacia activos de mayor riesgo y, en último término, mejorar las condiciones de financiación de la economía real. Segunda familia, las operaciones de financiación a largo plazo dirigidas, las TLTRO, en sus tres generaciones sucesivas. A diferencia de las LTRO

ordinarias, su tipo y elegibilidad se condicionan al volumen de crédito concedido por las entidades a hogares, excluida la compra de vivienda, y a empresas no financieras. Tercera familia, el Pandemic Emergency Purchase Programme, el PEPP, aprobado en marzo de 2020 ante el shock pandémico. Es la pieza más singular: permite desviaciones temporales de la clave de capital para concentrar compras allí donde aparezcan tensiones de financiación, y abarca un universo más amplio de activos elegibles. Cuarta familia, ya en 2022, el Transmission Protection Instrument, el TPI, herramienta de salvaguarda diseñada para asegurar la transmisión homogénea de la política monetaria a toda la zona euro y evitar fragmentaciones injustificadas en los diferenciales de deuda soberana.

---

28:00 – 33:10 · 41 ppm

A partir de julio de 2022, ante un repunte inflacionario derivado de la guerra de Ucrania, los cuellos de botella en las cadenas de suministro y la transmisión a precios de bienes industriales y servicios, el BCE inicia un ciclo de normalización monetaria sin precedentes por su intensidad y duración. El ciclo combina tres palancas: subidas acumuladas de cuatrocientos cincuenta puntos básicos en los tipos oficiales hasta septiembre de 2023, reducción pasiva del balance mediante el cese de reinversiones del APP, y, en el caso del PEPP, reducción gradual programada a partir de 2024. A partir de junio de 2024 se inicia la fase descendente del ciclo, con sucesivos recortes de tipos a medida que la inflación general converge hacia el objetivo del dos por ciento. La normalización plantea, en todo caso, retos no resueltos en torno al tamaño objetivo del balance y al marco operativo de implementación. Concluyo señalando tres ideas. Primera, la política monetaria del BCE se caracteriza por una jerarquía de objetivos con la estabilidad de precios en su vértice. Segunda, descansa sobre una arquitectura compleja de instrumentos convencionales y no convencionales que se han ido enriqueciendo en respuesta a shocks sucesivos. Tercera, la independencia del BCE, consagrada en los Tratados, es condición habilitante de su credibilidad.

---

33:15 – 33:28 · 32 ppm

He concluido. Muchas gracias por su atención.

## VISIÓN GENERAL

**Exposición muy sólida.** El opositor demuestra un buen dominio técnico de la materia, una arquitectura argumental clara y un manejo correcto de los referentes normativos básicos del Eurosistema. La distribución temporal es adecuada (15 min 02 s para un esquema de seis bloques) y las transiciones entre bloques son explícitas y profesionales, lo que facilita el seguimiento del tribunal.

Los puntos fuertes se concentran en la parte de **instrumentos convencionales** y en la **descripción del corredor de tipos**, así como en la cita expresa del art. 127 TFUE y del Protocolo 4. La introducción del €STR como objetivo operativo del tipo a corto plazo es un acierto que no siempre aparece en las exposiciones tipo y que demuestra estudio actualizado.

La parte más mejorable es la de **medidas no convencionales**: aunque enumera correctamente APP, TLTRO, PEPP y TPI, falta precisión en los **mecanismos concretos** que diferencian al APP del PEPP (en particular, la flexibilidad sobre la clave de capital) y conviene aludir al **canal de duración** y al **reequilibrio de carteras** como mecanismos por los que la compra de activos transmite la política monetaria al sector privado.

También en el mecanismo de transmisión, aunque enumera los cinco canales, se echa en falta una **formulación cuantitativa mínima** del canal del tipo de interés vía la ecuación de Fisher y de la paridad descubierta. En la **parte final** sería conveniente cerrar con una breve referencia a los **retos abiertos** de la normalización (tamaño objetivo del balance, marco operativo, riesgo de fragmentación).

## Desglose de nota

SECCIÓN	PESO	NOTA	PONDERADO
§1 Marco normativo, objetivos y estrategia	20%	9,0	1,8
§2 Instrumentos convencionales	25%	9,0	2,3
§3 Mecanismo de transmisión	20%	7,5	1,5
§4 Medidas no convencionales	25%	6,5	1,6
§5 Normalización y conclusión	10%	8,0	0,8
<b>Subtotal contenido</b>			<b>8,0</b>
Estructura			<b>+0,5</b>
Expresión			<b>+0,3</b>
<b>Nota final</b>			<b>8,7</b>

## Expresión

+0,3

**Expresión culta y precisa.** Buen uso del léxico técnico (corredor de tipos, paridad descubierta, reequilibrio de carteras, clave de capital). Ritmo cómodo y constante ( $\approx 131$  ppm, con un máximo de 142 ppm en el bloque 3 y un mínimo de 118 ppm en la introducción).

La **dicción** es clara y no hay vacilaciones perceptibles. Algún uso reiterado de muletillas como "asimismo" y "por otra parte" — convendría variar conectores en la versión final para evitar repetición. La **pizarra** se utiliza de forma funcional, no decorativa: refuerza la explicación del corredor de tipos y del mecanismo de transmisión.

Sólo recomendaría afinar la entonación en la **fase final**: el cierre se percibe ligeramente apresurado y conviene que las tres ideas-resumen queden bien marcadas.

## Estructura

+0,5

**Estructura impecable.** El opositor anuncia explícitamente el esquema al inicio (introducción, objetivos, instrumentos, transmisión, no convencionales, normalización) y lo respeta a lo largo de la exposición. Las **transiciones entre bloques** son claras ("paso ahora a...", "una vez expuestos...", "concluyo señalando...") y permiten al tribunal seguir la lógica argumental sin esfuerzo.

El **peso temporal** asignado a cada bloque es proporcional a su importancia relativa en el programa: el bloque de instrumentos convencionales ( $\approx 4$  min) ocupa la mayor extensión, lo que es coherente con su centralidad. La introducción y la conclusión son adecuadas en extensión, sin excederse.

Único matiz: la **conclusión** podría estructurarse algo más, abriendo y cerrando con una idea-fuerza y dejando dos o tres líneas para retos pendientes.

## Índice del alumno

1. Introducción y marco normativo (TFUE art. 127, Protocolo 4)
2. Objetivos del BCE y estrategia revisada de 2021
3. Instrumentos convencionales · Tipos oficiales (MRO, FMC, FD) y corredor de tipos · Operaciones de mercado abierto (MRO, LTRO, ajuste fino, estructurales) · Coeficiente legal de reservas mínimas
4. Mecanismo de transmisión · Canal del tipo de interés · Canal del crédito bancario (Bernanke-Blinder) · Canal del tipo de cambio (paridad descubierta) · Canal del precio de los activos · Canal de las expectativas (*forward guidance*)
5. Medidas no convencionales · APP y subprogramas (PSPP, CSPP, ABSPP, CBPP3) · TLTRO · PEPP y flexibilidad sobre la clave de capital · TPI (2022)
6. Normalización post-2022 y conclusión

## §1 Marco normativo, objetivos y estrategia

COMPLETA

9,0/10

peso 20%

### ACIERTOS

- ✓ Cita expresa del **art. 127.1 TFUE** y del **Protocolo nº 4** (Estatutos del SEBC y del BCE).
- ✓ Identifica correctamente la **competencia exclusiva** de la Unión (art. 3.1.c TFUE) para los Estados con moneda euro.
- ✓ Menciona la **revisión estratégica de julio de 2021** y el paso al objetivo simétrico del 2%.
- ✓ Distingue con precisión el objetivo primario de los objetivos subordinados del art. 3 TUE.

### ERRORES

- ✗ ● leve Al hablar del objetivo de inflación, conviene precisar que la definición operativa actual del BCE es **simétrica** ( $\pi^* = 2\%$ ) y no "cercana pero inferior".

#### CORRECCIÓN

La formulación correcta tras 2021 es: *objetivo simétrico del 2% de inflación interanual a medio plazo medida por el IAPC*. La asimetría desaparece y los desvíos al alza y a la baja se tratan con igual diligencia.

### CONTENIDO NO CUBIERTO

- ▲ Referencia al principio de **independencia** del BCE (art. 130 TFUE) como condición habilitante de la credibilidad.
- ▲ Inclusión de los **costes climáticos** entre las consideraciones de la estrategia 2021.

### BONUS

- ★ Mención al art. 3 TUE como referencia subordinada y a la dimensión social del mandato.

## §2 Instrumentos convencionales

COMPLETA

9,0/10

peso 25%

### ACIERTOS

- ✓ Identifica los **tres bloques** de instrumentos y los **tres tipos de interés oficiales** con su función operativa.
- ✓ Explica con precisión el concepto de **corredor de tipos** y su anchura habitual.
- ✓ Diferencia las cuatro modalidades de operaciones de mercado abierto (MRO, LTRO, ajuste fino, estructurales) con sus vencimientos.
- ✓ Introduce el **€STR** como objetivo operativo del tipo a corto plazo, no recogido en la mayoría de manuales clásicos.

### ERRORES

- ✗ **leve** Sería deseable precisar la **forma de subasta** de las MRO (a tipo fijo con adjudicación plena desde 2008) y no sólo su frecuencia.

#### CORRECCIÓN

Desde octubre de 2008 las MRO se ejecutan a **tipo fijo con adjudicación plena** (full allotment), modalidad que sustituyó al sistema previo de subastas a tipo variable. Es uno de los rasgos del nuevo marco operativo del BCE.

### CONTENIDO NO CUBIERTO

- ▲ Referencia al **coeficiente de reservas remuneradas** y a la decisión de julio de 2023 de fijar la remuneración de reservas obligatorias al 0%.

### BONUS

- ★ Introducción del €STR como tipo de referencia del mercado interbancario.

## §3 Mecanismo de transmisión

COMPLETA

7,5/10

peso 20%

## ACIERTOS

- ✓ Describe la cadena clásica: **tipo oficial** → **tipo interbancario** → **coste del crédito** → **demanda agregada**.
- ✓ Incorpora el **canal del crédito bancario** (Bernanke-Blinder) y su especial relevancia en economías bancarizadas.
- ✓ Menciona la **paridad descubierta** como base del canal del tipo de cambio.
- ✓ Activa el canal de **expectativas** y lo vincula al *forward guidance*.

## ERRORES

- ✗ ●● leve El canal del tipo de interés se enuncia verbalmente pero falta su **formulación cuantitativa** vía ecuación de Fisher.

## CORRECCIÓN

La ecuación de Fisher relaciona el tipo nominal con el tipo real y las expectativas de inflación:

$$i_t = r_t + \pi_{t+1}^e$$

El BCE actúa directamente sobre  $i_t$ ; al estar  $\pi^e$  anclada, los movimientos del tipo nominal se traducen en variaciones del tipo real, que es el que determina las decisiones de consumo e inversión.

- ✗ ●● leve La paridad descubierta se menciona como concepto pero no se enuncia formalmente.

## CORRECCIÓN

Formalmente, en ausencia de prima de riesgo:

$$i_t - i_t^* = \mathbb{E}_t[\Delta s_{t+1}]$$

donde  $s_t$  es el logaritmo del tipo de cambio. Una subida de  $i_t$  por encima de la esperada aprecia la moneda y deteriora la competitividad por el canal-precio.

## CONTENIDO NO CUBIERTO

- ▲ Mención del **canal de balance** (Bernanke-Gertler) como variante del canal del crédito, particularmente relevante en empresas pequeñas y medianas.
- ▲ El **multiplicador monetario**  $m = \frac{1+c}{c+r}$  como nexo entre base monetaria y agregados, aunque sea para señalar su limitada relevancia en el marco operativo actual.

## §4 Medidas no convencionales

PARCIAL

6,5/10

peso 25%

### ACIERTOS

- ✓ Enumera correctamente las **cuatro familias** (APP, TLTRO, PEPP, TPI) y sus subprogramas principales.
- ✓ Vincula su despliegue al **límite inferior efectivo** y al agotamiento del margen del tipo oficial.
- ✓ Identifica la **especificidad del PEPP**: la flexibilidad temporal sobre la clave de capital.

### ERRORES

- × ●● grave La explicación de los **mecanismos concretos** del APP es algo somera: no se desarrollan el **canal de duración**, el **reequilibrio de carteras** ni el **canal de señalización**.

#### CORRECCIÓN

Los mecanismos canónicos por los que las compras de activos transmiten la política monetaria al sector privado son tres:

- ×1. **Canal de duración**: al retirar duración del mercado, el BCE comprime la prima a plazo de la curva de tipos, lo que reduce los tipos de largo plazo y las primas de riesgo.
- ×2. **Reequilibrio de carteras**: los vendedores de los activos comprados por el BCE buscan sustitutos con perfil similar de riesgo-rentabilidad, lo que extiende el efecto a otros activos (deuda corporativa, *equity*, inmobiliario).
- ×3. **Canal de señalización**: las compras refuerzan la credibilidad del compromiso del BCE con la estabilidad de precios, anclando expectativas.

En el caso del **PEPP**, a estos tres se añade un cuarto efecto vinculado a la **flexibilidad** sobre la clave de capital, que permite contrarrestar tensiones idiosincráticas en mercados nacionales concretos.

### CONTENIDO NO CUBIERTO

- ▲ Mención al **APP rate** (los activos comprados se remuneran al tipo de la facilidad de depósito vía cuentas de exceso de reservas) y su impacto en el resultado contable del Eurosistema.
- ▲ Referencia a las **garantías colaterales** del Eurosistema (general framework + temporary framework durante crisis).
- ▲ Discusión de la **proporcionalidad** de las medidas y de la sentencia del TJUE en el caso Weiss (2018) sobre el PSPP.

### BONUS

- ★ Mención al **TPI** (2022) como herramienta de salvaguarda anti-fragmentación, no siempre incluida en exposiciones tipo.

## §5 Normalización post-2022 y conclusión

COMPLETA

8,0/10

peso 10%

### ACIERTOS

- ✓ Cuantifica correctamente la magnitud del ciclo (**+450 pb**).
- ✓ Distingue **reducción pasiva** del balance (cese de reinversiones) frente a venta activa.
- ✓ Cierra con tres ideas-fuerza ordenadas (jerarquía, arquitectura, independencia).

### ERRORES

- ✗ ●● leve La conclusión, siendo correcta, se percibe **ligeramente apresurada** en su parte final.

#### CORRECCIÓN

Conviene marcar pausas claras entre las tres ideas-fuerza y reservar la última fracción de tiempo ( $\approx 15$  s) para enunciar los **retos abiertos** (tamaño objetivo del balance, marco operativo, riesgo de fragmentación).

### CONTENIDO NO CUBIERTO

- ▲ Referencia al **marco operativo** revisado de 2024 (sistema híbrido floor + corredor reducido).