

CORRECCIÓN DE EXAMEN

NOTA FINAL

# Examen escrito

**9,3/10**

CURSO	Oposición TCEE — Bloque económico
DOCUMENTO	Tema 7 — Política monetaria del BCE
FECHA	06/05/2026

TU RESPUESTA

## 1. Introducción y marco normativo

La política monetaria del Eurosistema se enmarca en los **artículos 127 a 133 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea** (TFUE) y en el **Protocolo nº 4** anexo, que recoge los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. La regulación se completa con orientaciones, decisiones y reglamentos adoptados por el Consejo de Gobierno del BCE en el marco de sus competencias.

Conforme al artículo 3.1.c) del TFUE, la política monetaria es **competencia exclusiva de la Unión** respecto de los Estados miembros cuya moneda es el euro. La ejecución corresponde al Eurosistema, integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados de la zona euro, y se rige por el principio de **independencia** (art. 130 TFUE), pieza clave para garantizar la credibilidad de la institución y su capacidad para anclar expectativas de inflación a largo plazo.

## 2. Objetivos y estrategia

El **objetivo primordial** del SEBC, conforme al artículo 127.1 TFUE, es el mantenimiento de la **estabilidad de precios**. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con vistas a 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 concreción del objetivo de estabilidad de precios fue revisada por el Consejo de Gobierno en julio de 2021: se adopta un **objetivo simétrico del 2% de inflación interanual a medio plazo**, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), abandonando la formulación anterior ("cercana, pero inferior al 2%"). La simetría implica que los desvíos al alza y a la baja se consideran igualmente indeseables, lo que refuerza la respuesta del BCE en episodios de inflación demasiado baja.

La estrategia se basa en un análisis integrado de carácter económico y monetario. El análisis económico examina las perspectivas de precios y actividad a corto y medio plazo; el análisis monetario, los desarrollos del agregado M3 y del crédito al sector privado, así como, desde la revisión de 2021, los riesgos de estabilidad financiera y los **factores climáticos** susceptibles de afectar a la estabilidad de precios.

## 3. Instrumentos convencionales

Los instrumentos convencionales se articulan en tres bloques:

**3.1. Tipos de interés oficiales.** El BCE fija tres tipos: el de las **operaciones principales de financiación** (MRO), referencia principal de política monetaria; el de la **facilidad marginal de crédito** (FMC), techo del corredor; y el de la **facilidad de depósito** (FD), suelo del corredor. La diferencia entre FMC y FD conforma el llamado **corredor de tipos**, dentro del cual oscilan los tipos del mercado interbancario, sintetizados desde 2019 en el €STR (*euro short-term rate*).

**3.2. Operaciones de mercado abierto.** Presentan cuatro modalidades. (i) Las **MRO**, semanales, con vencimiento a una semana, ejecutadas desde octubre de 2008 bajo el procedimiento de tipo fijo y adjudicación plena (*full allotment*). (ii) Las **LTRO** o operaciones de financiación a largo plazo, con vencimiento a tres meses, que suministran liquidez estructural. (iii) Las **operaciones de ajuste fino** (*fine-tuning*), de naturaleza ad hoc, dirigidas a suavizar perturbaciones imprevistas. (iv) Las **operaciones estructurales**, que modifican la posición estructural de liquidez del sistema.

**3.3. Coeficiente legal de reservas mínimas.** Las entidades de crédito están obligadas a mantener un porcentaje de sus pasivos computables en cuentas abiertas en su banco central nacional. La función económica no es restringir el crédito —dada la práctica del *full allotment*— sino generar de modo estable una demanda agregada de reservas, facilitando con ello el control de los tipos a corto. Actualmente se sitúa en el **1%** y desde julio de 2023 se remunera al **0%**.

## 4. Mecanismo de transmisión

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 cinco canales:

**4.1. Canal del tipo de interés.** Opera del tipo oficial hacia el tipo interbancario, y de éste hacia los tipos aplicados al crédito a hogares y empresas. Su lógica descansa en la ecuación de Fisher, que relaciona el tipo nominal  $i_t$  con el tipo real  $r_t$  y las expectativas de inflación  $\pi_{t+1}^e$ . Si las expectativas están bien ancladas, un movimiento del tipo nominal se traduce en una variación equivalente del tipo real, que es el relevante para las decisiones de consumo e inversión.

**4.2. Canal del crédito bancario.** Formalizado por Bernanke y Blinder, opera cuando una contracción monetaria reduce la oferta de crédito bancario más allá del ajuste de tipos, debido a fricciones de información asimétrica y a la heterogeneidad de balances bancarios. Es especialmente relevante en economías bancarizadas como la española, donde el crédito bancario representa la mayor parte de la financiación de las pymes.

**4.3. Canal del tipo de cambio.** Opera a través de la paridad descubierta de los tipos de interés: en ausencia de prima de riesgo, las diferencias de tipos entre dos economías se compensan con la depreciación esperada de la moneda con mayor remuneración. Subidas de tipos por encima de las anticipadas tienden a apreciar la moneda, deteriorando la competitividad exterior y la inflación importada.

**4.4. Canal del precio de los activos.** Las variaciones de tipos afectan a la valoración de la riqueza financiera y, vía efecto riqueza, al consumo agregado. También afectan a la  $q$  de Tobin y, por esta vía, a la inversión empresarial.

**4.5. Canal de las expectativas.** Adquiere relieve cuando los instrumentos convencionales pierden eficacia (límite inferior efectivo). El BCE lo activa mediante el **forward guidance**, esto es, la comunicación pública sobre la trayectoria futura previsible de la política monetaria. Su finalidad es anclar expectativas y reducir incertidumbre.

## 5. Medidas no convencionales

Desplegadas a partir de la crisis financiera global y, sobre todo, de la crisis de deuda soberana europea, comparten como denominador común la utilización del **tamaño y composición del balance** del BCE como instrumento monetario adicional. Cabe distinguir cuatro familias:

**5.1. Asset Purchase Programme (APP).** Paraguas, en vigor desde 2014, que agrupa el PSPP (deuda pública), el CSPP (deuda corporativa), el ABSPP (titulizaciones) y el CBPP3 (cédulas). Las compras se reparten conforme a la **clave de capital** del BCE. Transmiten al sector privado por tres mecanismos: *canal de duración* (compresión de la prima a plazo), *reequilibrio de carteras* y *canal de señalización* (refuerzo del compromiso institucional).

**5.2. TLTRO.** Operaciones de financiación a largo plazo dirigidas, en tres generaciones sucesivas. Su tipo y elegibilidad se **condicionan** al volumen de crédito concedido por la entidad a hogares (excluida vivienda) y a empresas no financieras, lo que las convierte en un instrumento del canal del crédito en sentido estricto.

**5.3. 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 idiosincráticas, y abarca un universo más amplio de activos elegibles que el APP.

**5.4. TPI (Transmission Protection Instrument).** Aprobado en 2022 como herramienta de salvaguarda, asegura la transmisión homogénea de la política monetaria a toda la zona euro y permite intervenir frente a episodios de fragmentación injustificada de los diferenciales de deuda soberana.

## 6. Normalización post-2022 y conclusión

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. El ciclo combina tres palancas: (i) subidas acumuladas de **+450 puntos básicos** en los tipos oficiales hasta septiembre de 2023; (ii) **reducción pasiva** del balance mediante el cese de reinversiones del APP; y (iii) reducción gradual programada del PEPP a partir de 2024. Desde 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 2%.

En conclusión, la política monetaria del BCE se caracteriza por una clara jerarquía de objetivos, con la estabilidad de precios en su vértice; una arquitectura compleja que combina instrumentos convencionales y no convencionales, enriquecida progresivamente en respuesta a sucesivos shocks; y una **independencia institucional** consagrada en los Tratados como condición habilitante de su credibilidad. Los retos abiertos —tamaño objetivo del balance, marco operativo revisado de 2024, riesgo de fragmentación— marcarán la agenda monetaria del Eurosistema en los próximos años.

## VISIÓN GENERAL

**Desarrollo muy completo del tema.** La redacción es fluida, la estructura clara y los referentes normativos esenciales (TFUE arts. 127-133, Protocolo 4, revisión estratégica 2021) aparecen correctamente citados desde el inicio. La sección de **instrumentos convencionales** alcanza el nivel de detalle exigido en un examen de cuerpo superior, especialmente en lo relativo al corredor de tipos, al €STR y a la práctica del *full allotment*.

Los puntos a reforzar son tres. **Primero**, el tratamiento del mecanismo de transmisión sería mejorable con una **mayor formalización cuantitativa**: la ecuación de Fisher y la paridad descubierta están enunciadas en términos correctos pero podrían acompañarse de un breve desarrollo formal y de una mención al canal de balance de Bernanke-Gertler. **Segundo**, la sección de medidas no convencionales identifica correctamente las cuatro familias (APP, TLTRO, PEPP, TPI), pero podría ampliarse el tratamiento de la **sentencia Weiss** (TJUE, 2018) sobre proporcionalidad del PSPP, así como el impacto contable del APP en el resultado del Eurosistema. **Tercero**, la conclusión es adecuada pero algo plana: convendría cerrar con dos o tres ideas-fuerza claramente marcadas y una breve referencia a los **retos abiertos** del nuevo marco operativo revisado de 2024.

En conjunto, se trata de una respuesta de **alto nivel técnico** que demuestra una sólida preparación. La nota refleja el dominio temático; los modificadores reflejan una expresión cuidada y una estructura impecable.

## Desglose de nota

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

## Expresión

+0,5

**Redacción culta, precisa y técnica.** El léxico es propio del cuerpo (paridad descubierta, *full allotment*, clave de capital, prima a plazo, reequilibrio de carteras). La construcción sintáctica es variada y se evitan los anglicismos innecesarios cuando existe traducción consolidada.

**Aspectos a refinar:** uso reiterado del adverbio "asimismo" (aparece 4 veces) y de la fórmula "cabe distinguir". Conviene variar conectores. El **uso de fórmulas matemáticas** integradas en el texto (ecuación de Fisher) es un acierto que demuestra rigor técnico. La cita normativa (artículos, fechas, decisiones) está manejada con corrección y sin abuso.

## Estructura

+0,5

**Estructura clara y proporcionada.** Seis bloques perfectamente delimitados, encabezados con numeración y subepígrafes (4.1 a 4.5, 5.1 a 5.4), lo que facilita la lectura del tribunal. Las **transiciones** entre secciones son explícitas y la jerarquía visual (negritas, cursivas, numeración) está bien aprovechada.

El **peso relativo** de cada bloque es proporcional a su importancia en el programa: el bloque 3 (instrumentos convencionales) y el 5 (medidas no convencionales) ocupan la mayor extensión, lo que es coherente con el centro de gravedad del tema. La introducción y la conclusión son adecuadas en extensión, sin extralimitarse.

Único matiz: la sección 4 podría beneficiarse de un cuadro-resumen o tabla con los cinco canales y su transmisor primario, especialmente útil en formato escrito.

## Índice del alumno

1. Introducción y marco normativo
2. Objetivos del BCE
3. Instrumentos convencionales
4. Mecanismo de transmisión
5. Medidas no convencionales
6. Normalización post-2022 y conclusión

## §1 Marco normativo, objetivos y estrategia

COMPLETA

9,0/10

peso 20%

### ACIERTOS

- ✓ Cita expresa de los **arts. 127-133 TFUE** y del **Protocolo nº 4**.
- ✓ Identifica correctamente la **competencia exclusiva** de la Unión (art. 3.1.c TFUE) para los Estados con moneda euro.
- ✓ Distingue con precisión objetivo primario y objetivos subordinados del art. 3 TUE.
- ✓ Recoge la **revisión estratégica de julio de 2021** y la nueva formulación simétrica del objetivo de inflación.
- ✓ Menciona expresamente la **independencia del BCE** (art. 130 TFUE) como condición de credibilidad.

### ERRORES

- ✗ ●● leve La revisión estratégica de 2021 podría matizarse algo más en cuanto al tratamiento de la inflación subyacente.

#### CORRECCIÓN

Conviene precisar que la estrategia revisada de 2021 mantiene el IAPC como medida de referencia pero introduce una atención reforzada a la **inflación subyacente** (excluidos energía y alimentos no procesados) como indicador menos volátil de las presiones inflacionarias persistentes.

### CONTENIDO NO CUBIERTO

- ▲ Referencia al **Plan de Acción Climática** del BCE (2021) y a la integración de consideraciones climáticas en las decisiones de política monetaria y en el marco de garantías.

### BONUS

- ★ Inclusión de los **factores climáticos** entre las variables del análisis económico.

## §2 Instrumentos convencionales

COMPLETA

9,5/10

peso 25%

### ACIERTOS

- ✓ Identifica los **tres bloques** y los **tres tipos de interés oficiales** con su función operativa específica.
- ✓ Describe con detalle el **corredor de tipos** y su lógica.
- ✓ Diferencia correctamente las cuatro modalidades de operaciones de mercado abierto (MRO, LTRO, *fine-tuning*, estructurales) con sus vencimientos.
- ✓ Introduce el **€STR** como objetivo operativo del tipo a corto plazo, lo que demuestra estudio actualizado.
- ✓ Menciona la práctica del **full allotment** desde octubre de 2008, rasgo definitorio del marco operativo del BCE post-crisis.
- ✓ Recoge la **remuneración al 0%** de las reservas obligatorias tras la decisión de julio de 2023.

### CONTENIDO NO CUBIERTO

- ▲ Mención al **marco operativo revisado de 2024**, que introduce un sistema híbrido *floor + corredor reducido* (diferencial MRO-FD de 15 pb).

### BONUS

- ★ Cita del **€STR**, no recogido habitualmente en manuales de oposición.
- ★ Mención de la **remuneración de reservas** y su impacto en el resultado contable del Eurosistema.

## §3 Mecanismo de transmisión

COMPLETA

8,0/10

peso 20%

## ACIERTOS

- ✓ Enumera los **cinco canales clásicos** con orden y claridad.
- ✓ Formula la **ecuación de Fisher** ( $i_t = r_t + \pi_{t+1}^e$ ) y la utiliza como fundamento del canal del tipo de interés.
- ✓ Cita la **paridad descubierta** como base del canal del tipo de cambio.
- ✓ Incluye el **canal del crédito bancario** (Bernanke-Blinder) y vincula su relevancia a la economía bancarizada española.
- ✓ Recoge la **q de Tobin** en el canal del precio de los activos.

## ERRORES

- ✗ ● leve El canal del crédito bancario se desarrolla pero falta una referencia al **canal de balance** (Bernanke-Gertler) como variante particularmente relevante en pymes.

## CORRECCIÓN

Conviene distinguir el *canal de crédito bancario* (oferta de crédito de los bancos) del *canal de balance* o *broad credit channel* (Bernanke-Gertler), que opera sobre la **prima de financiación externa** de las empresas.

Ante un endurecimiento monetario, el valor de los colaterales empresariales cae y aumenta el ratio de apalancamiento, lo que eleva la prima exigida por los prestamistas. El efecto es **más intenso en pymes**, que dependen del crédito bancario y tienen menor capacidad de sustitución entre fuentes de financiación.

- ✗ ● leve La paridad descubierta se cita pero no se formaliza.

## CORRECCIÓN

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 no anticipada de  $i_t$  aprecia la moneda y se transmite a la inflación importada con elasticidad-precio dependiente de la apertura comercial.

## CONTENIDO NO CUBIERTO

- ▲ El **multiplicador monetario**  $m = \frac{1+c}{c+r}$ , aunque sólo sea para señalar su limitada relevancia en el marco operativo actual de *full allotment* y reservas abundantes.
- ▲ Referencia al **canal de riesgo** (Borio-Zhu) como canal independiente vinculado al apetito de riesgo de los intermediarios financieros.

## BONUS

- ★ Uso de **fórmulas matemáticas** integradas en el texto (ecuación de Fisher).

## §4 Medidas no convencionales

PARCIAL

7,0/10

peso 25%

### ACIERTOS

- ✓ Enumera correctamente las **cuatro familias** (APP, TLTRO, PEPP, TPI) con sus rasgos definitorios.
- ✓ Identifica los **subprogramas** del APP (PSPP, CSPP, ABSPP, CBPP3).
- ✓ Distingue con precisión la **especificidad del PEPP** (flexibilidad temporal sobre la clave de capital).
- ✓ Recoge el **TPI** (2022), no siempre incluido en respuestas tipo.
- ✓ Identifica los **tres mecanismos de transmisión** de las compras de activos (canal de duración, reequilibrio de carteras, señalización).

### ERRORES

- × **grave** El tratamiento de la **proporcionalidad** de las medidas y de la **jurisprudencia** del TJUE es insuficiente.

#### CORRECCIÓN

Conviene incorporar una referencia expresa a la **sentencia Weiss** (TJUE, asunto C-493/17, de 11 de diciembre de 2018), que avaló el PSPP frente a la cuestión prejudicial planteada por el Tribunal Constitucional alemán. La sentencia precisa los **criterios de proporcionalidad** que deben respetar las compras de activos:

- ×1. Que la medida persiga un objetivo de política monetaria.
- ×2. Que sea idónea para alcanzarlo.
- ×3. Que no exceda manifiestamente lo necesario.
- ×4. Que respete la prohibición de financiación monetaria (art. 123 TFUE).

La posterior sentencia del Tribunal Constitucional alemán (mayo 2020) introdujo el requisito adicional de **motivación expresa de proporcionalidad** por parte del BCE, que el Consejo de Gobierno satisfizo mediante decisión específica.

- × **leve** Faltan datos cuantitativos sobre el **tamaño del balance** del Eurosistema y su evolución.

#### CORRECCIÓN

Conviene aportar magnitudes: el balance del Eurosistema alcanzó un máximo de **8,8 billones de euros** en 2022, frente a 2,2 billones precrisis. La reducción pasiva post-2022 lo ha situado en el entorno de **6,3 billones** a finales de 2024.

### CONTENIDO NO CUBIERTO

- ▲ Mención al **impacto contable** del APP: los activos comprados se remuneran al tipo de la facilidad de depósito vía cuentas de exceso de reservas; un alza de la FD por encima del cupón medio de la cartera genera **pérdidas operativas** que algunos bancos centrales nacionales han comenzado a registrar.

- ▲ Referencia al **marco de garantías** (general framework + temporary framework durante crisis) y a la calidad crediticia exigida.

**BONUS**

- ★ Inclusión del **TPI** como herramienta anti-fragmentación, raramente cubierta en respuestas tipo.

**§5 Normalización post-2022 y conclusión****COMPLETA****8,0/10**

peso 10%

**ACIERTOS**

- ✓ Cuantifica correctamente la magnitud del ciclo restrictivo (**+450 pb**).
- ✓ Distingue **reducción pasiva** (cese de reinversiones) de **venta activa**.
- ✓ Recoge el inicio del **ciclo descendente** en junio de 2024.
- ✓ Cierra señalando los **retos abiertos** (tamaño objetivo del balance, marco operativo, fragmentación).

**ERRORES**

- × ● leve El cierre podría ganar fuerza con tres ideas-fuerza claramente marcadas.

**CORRECCIÓN**

Sugiero un cierre estructurado en tres ideas: (i) **jerarquía**: la estabilidad de precios en el vértice; (ii) **arquitectura**: combinación de instrumentos convencionales y no convencionales que se enriquece con cada shock; (iii) **independencia**: condición habilitante de la credibilidad, consagrada en los Tratados.

**CONTENIDO NO CUBIERTO**

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