El origen del euro: funcionamiento y evolución del Sistema Monetario Europeo. Los criterios de convergencia nominal. El Sistema Europeo de Bancos Centrales: objetivos e instrumentos. La política monetaria en la Eurozona desde 2009.

Introducción *2′30″*

- **Enganche**: «Cría fama y échate a dormir».
  - Draghi (Londres, 26-7-2012; prima española >550 pb): «lo que sea necesario… y créanme, será suficiente»; las primas bajaron sin comprar un bono: le bastó la fama.
  - 14 años después: euro en 21 Estados (>350 millones); depósito al 2,50 % desde el 16-9-2026 (energía).
  - Pregunta: ¿por qué renunciaron a sus monedas y cómo se gana y se conserva la fama de que el euro es para siempre?
- **Relevancia**: integración monetaria sin Tesoro común; 2.ª moneda (≈20 % de las reservas).
  - España: política monetaria desde Fráncfort desde 1999; auge y crisis [4.A.28].
- **Contextualización**: **euro** desde 1-1-1999 (11 Estados); serpiente (1972) y SME (1979); Delors (1989), Maastricht (1992).
  - Teoría: áreas monetarias óptimas (Mundell) [3.B.16]; unión bancaria [3.B.44]; gobernanza [3.B.45].
- **Problemática**: ¿por qué fracasó el SME? ¿Qué se exige para entrar? ¿Quién decide y con qué? ¿Sirve una política para 21?
- **Estructura**: I origen; II SEBC; III política desde 2009.

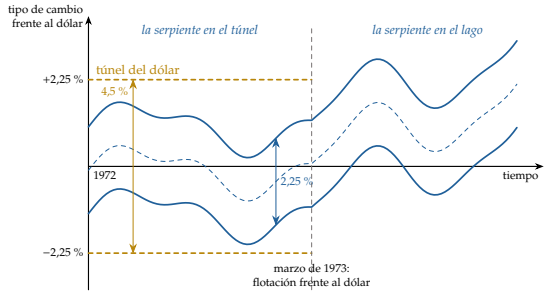
Introducción ..... 2′30″
I. Del SME al euro ..... 8′
1. De Bretton Woods a la serpiente ..... 1′
2. El SME (1979-1998) ..... 4′
3. Delors, Maastricht y las 3 fases ..... 1′30″
4. Los criterios de convergencia ..... 1′30″
II. El SEBC ..... 9′30″
1. El marco institucional ..... 3′
2. El objetivo y la estrategia ..... 2′
3. Los instrumentos ..... 2′30″
4. El papel internacional del euro ..... 2′
III. La política monetaria desde 2009 ..... 9′
1. La crisis de la deuda ..... 4′
2. Deflación y expansión cuantitativa ..... 1′30″
3. Pandemia, inflación y normalización ..... 1′30″
4. La talla única ..... 2′
Conclusión ..... 1′

I. Del Sistema Monetario Europeo al euro *8′*

Con capitales libres, los tipos fijos pero ajustables eran asimétricos (los fijaba el Bundesbank) y frágiles (1992-1993): la salida fue una moneda y un banco central comunes, con una entrada condicionada a la convergencia nominal.

I.1. De Bretton Woods a la serpiente

- Plan Barre (1969), La Haya (1969), *Informe Werner* (1970): UEM en 3 etapas antes de 1980.
  - Lo frenan la crisis del dólar y la de 1973.
- Smithsonian (1971): ±2,25 % frente al dólar (túnel de 4,5 %).
- **Serpiente** (Basilea, 1972): máximo 2,25 % entre monedas europeas; desde 1973, «en el lago»; FECOM (1973).
  - Salen la libra (1972), la lira (1973) y el franco (1974 y 1976): faltaban coordinación y apoyo.



La serpiente en el túnel (1972-1973) y en el lago

I.2. El Sistema Monetario Europeo (1979-1998)

a) Origen, objetivos y funcionamiento

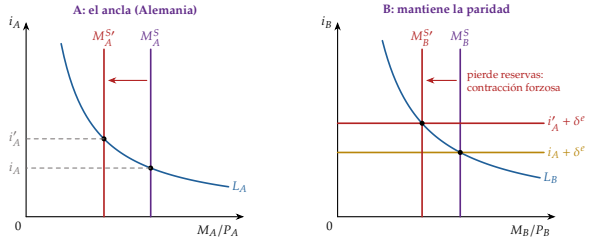
- Giscard y Schmidt; 13-3-1979; tipos *fijos pero ajustables* con realineamientos.
- **ECU**: cesta de 9 monedas (marco 33 %, franco 20 %, libra 13 %); unidad de cuenta; 1 ECU = 1 € (1999).
- **MTC**: ±2,25 % (±6 %: lira hasta 1990, peseta desde 1989, libra 1990-1992, escudo desde 1992).
  - Intervención obligatoria e ilimitada en el límite; intramarginal con el indicador de divergencia (75 %).
  - FECOM: créditos.
- *Etapas*:
  - inestable (1979-1983: 11 realineamientos hasta 1987); convergencia (giro del rigor francés, 1983);
  - SME «duro» (Basilea-Nyborg, 1987; peseta en 1989, libra en 1990); crisis (1992-1993);
  - bandas del ±15 % (2-8-1993) hasta 1999.

b) La asimetría del SME: el problema $n-1$

- *Idea*: n monedas, $n-1$ tipos de cambio: alguien fija la política; en el SME, el Bundesbank.
- *Supuestos*: ancla A y país B; tipo fijo, capitales libres; precios rígidos; el débil pierde reservas, el fuerte esteriliza.
- *Desarrollo*: A fija M_A^S y con ello i_A; la oferta de B se vuelve endógena:

$$i_B = i_A + \delta^e$$

  - Si A contrae (reunificación), B sube tipos aunque esté en recesión; si dudan de la paridad, $\delta^e \uparrow$.



El ancla fija i_A; B la sigue y pierde reservas

- *Implicaciones*: credibilidad importada («atarse las manos», Giavazzi-Pagano, 1988) [3.B.16]; coste con perturbaciones asimétricas.
- *Extensiones*: ataque autocumplido y cláusula de escape (Obstfeld, 1996) [3.B.17].
- *Evidencia*: los tipos alemanes guían (Giavazzi-Giovannini, 1989); hegemonía incompleta (Fratianni-Von Hagen, 1990).
- *Valoración*: Francia e Italia querían voz: banco central común.

c) La crisis de 1992-1993

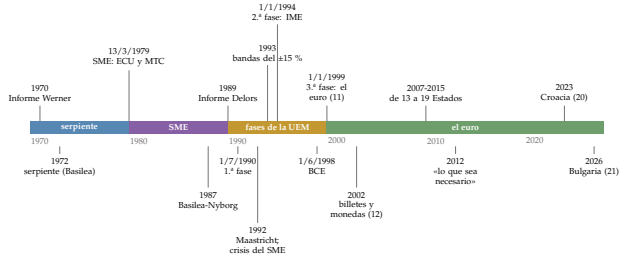
- Causas: 5 años sin realinear; reunificación y Bundesbank; capitales libres; «no» danés y «sí» francés justo.
- 16-9-1992, «miércoles negro»: sale la libra; la lira (devaluada un 3,5 % 3 días antes) deja de defenderse.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

- Peseta: −5 % (sept. 1992), −6 % (nov.), −8 % (mayo de 1993), −7 % (1995): un 30 % frente al marco.
- Finlandia y Suecia dejan flotar; ataque al franco (julio de 1993) → ±15 %.
- Lección: con capitales libres, flotar o compartir moneda.

I.3. El camino a la UEM: Delors, Maastricht y las 3 fases

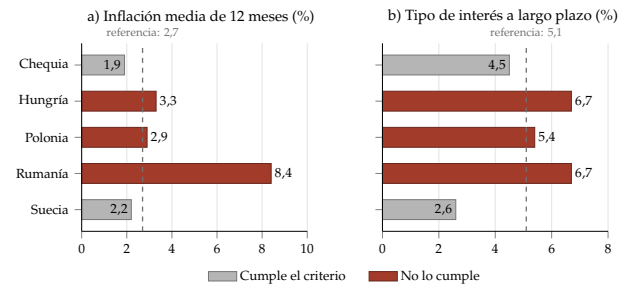
- *Por qué*: mercado único, salir de la asimetría, trinidad imposible; Alemania reunificada; voz para Francia.
- *Informe Delors* (1989); *Maastricht* (7-2-1992; vigor 1-11-1993): BCE independiente, criterios, calendario; *opt-out* de RU y Dinamarca.
- *Fases*:
  1. 1-7-1990: capitales libres (Ley 13/1994 del BdE);
  2. 1-1-1994: IME; «euro» (Madrid, 1995); PEC (1997); mayo de 1998, 11 Estados; BCE el 1-6-1998;
  3. 1-1-1999: 1 € = 166,386 pesetas; billetes, 1-1-2002.
- Grecia (2001) → Bulgaria (2026): 21.



Del Informe Werner al euro de 21

I.4. Los criterios de convergencia nominal

- Art. 140 TFUE y Protocolo 13:
  - *inflación* ≤ 3 mejores +1,5 pp;
  - *finanzas*: sin procedimiento de déficit excesivo (3 % y 60 %);
  - *tipo de cambio*: 2 años en el MTC II sin tensiones (±15 %; Dinamarca ±2,25);
  - *tipo largo* ≤ 3 mejores +2 pp;
  - convergencia legal (art. 131).
- Informes del BCE y de la Comisión cada 2 años.
  - 1998: 11 de 15; España, inflación 1,8 %, déficit 2,6 %, deuda 68,8 %, tipo largo 6,3 %.
  - 2024: ninguno; Bulgaria falla solo la inflación. 2025: Bulgaria cumple: euro el 1-1-2026 (1,95583 leva).
  - 2026 (referencias: inflación 2,7 %, tipo largo 5,1 %): Chequia y Suecia cumplen precios, tipos y finanzas; Hungría, Polonia y Rumanía, con déficit excesivo; nadie en el MTC II ni con convergencia legal.
- *Valoración*: credibilidad (España: inflación del 6 a <2 %); pero nominales: nada sobre crédito ni cuenta corriente; endogeneidad (Frankel-Rose).



Informe de Convergencia de 2026: inflación y tipos frente a la referencia

II. El Sistema Europeo de Bancos Centrales 9′30″

Un banco central muy independiente, con mandato jerárquico (2 % simétrico a medio plazo) y un marco operativo que ha pasado del corredor al suelo con demanda.

II.1. El marco institucional

a) SEBC, Eurosistema y BCE

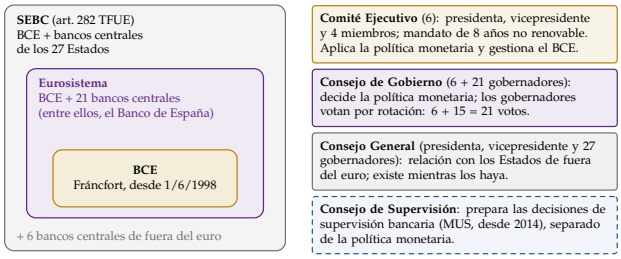
- Arts. 127-133 y 282-284 TFUE; Protocolo 4.
- **SEBC** (BCE + 27); **Eurosistema** (BCE + 21); BCE en Fráncfort, institución desde Lisboa.
- Funciones: política monetaria, divisas, reservas, pagos (TARGET), billetes; supervisión desde 2014 [3.B.44].
- Exclusiva (art. 3.1.c); *tipo de cambio* (art. 219): acuerdos u orientaciones, nunca usados; el euro flota.

b) La independencia (art. 130)

- Institucional; personal (8 años no renovables; gobernadores ≥5); funcional (art. 123: sin financiación monetaria; 124 y 125); financiera.
- Rendición de cuentas: informe anual; comparecencias trimestrales ante el PE; conferencia de prensa y cuentas de las reuniones (2015).

c) Los órganos rectores

- **Comité Ejecutivo** (6; 8 años no renovables; lo nombra el Consejo Europeo):
  - Lagarde hasta el 7-2-2027; Vujčić VP desde 1-6-2026 (tras De Guindos);
  - Lane, Schnabel (al FMI el 3-1-2027), Cipollone, Elderson;
  - sin sucesores nombrados a mediados de noviembre de 2026.
- **Consejo de Gobierno** (6 + 21 = 27): decide cada 6 semanas por mayoría simple (voto de calidad de la presidenta), a título personal.
  - *Rotación* (2015): grupo 1, los 5 mayores, 4 votos (80 % de los meses); grupo 2, los otros 16, 11 votos (69 %).
  - 6 + 4 + 11 = 21 votos; con 22, 3 grupos.
- **Consejo General** (2 + 27): enlace con los de fuera; transitorio.
- **Clave de capital**: 50 % población, 50 % PIB; cada 5 años (última, 1-1-2024).
  - Capital ≈10.825 M€; Banco de España, 9,67 % (11,69 % del Eurosistema).
  - Reparte beneficios y pérdidas: −1.266 M€ (2023), −7.944 (2024), −1.254 (2025).



SEBC, Eurosistema, BCE y órganos rectores

II.2. El objetivo y la estrategia

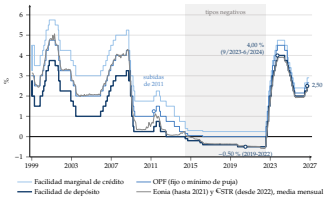
- Art. 127.1: estabilidad de precios y, sin perjuicio, apoyo a las políticas generales: **mandato jerárquico**.
- *Estrategias*:
  - 1998: <2 % y 2 pilares (M3: 4,5 %); 2003: «inferior pero próxima al 2 %»;
  - 2021: **2 % simétrico** a medio plazo; respuesta enérgica en el límite inferior; vivienda en propiedad; clima;
  - 2025: respuesta a desviaciones grandes y duraderas en los 2 sentidos; escenarios; próxima, 2030.
- Por qué el 2 %: sesgo del IAPC, margen frente al límite inferior, ajustes relativos; a medio plazo, por los retrasos; sin objetivos nacionales.
- *Estabilidad financiera*: no es objetivo del mandato; macroprudencial [3.B.27]; entra en la «evaluación de la proporcionalidad».

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

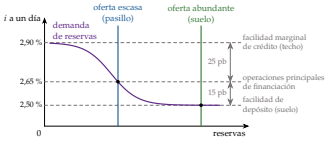
II.3. Los instrumentos

a) El marco operativo: del corredor al suelo

- Variable operativa: **€STR** (2019; eonia hasta 3-1-2022).
- *Convencionales*: OPF (tipo fijo y sin límite desde 2008), LTRO a 3 meses; facilidades marginal (techo) y de depósito (suelo).
  - Reservas mínimas 1 % (2012), sin remunerar desde 20-9-2023.
- Hasta 2008, reservas escasas: tipo a un día cerca de la OPF, corredor de ±100 pb; después, reservas abundantes: tipo al suelo.
- *Marco de 2024* (13-3): orientación con la facilidad de depósito; **suelo con oferta impulsada por la demanda**.
  - OPF a 15 pb del depósito (18-9-2024; antes 50); marginal, 25 pb sobre la OPF.
  - €STR ≈7 pb bajo el depósito; exceso de liquidez de 4,7 billones (nov. 2022) a ≈2,1.



Tipos del BCE: 4 % (2023-2024), −0,50 % (2019-2022), 2,50 % hoy



Corredor con reservas escasas; suelo con abundantes

b) Los instrumentos no convencionales

- LTRO a 3 años, TLTRO (2014-2024); tipos negativos (2014-2022, mínimo −0,50 %).
- APP (2015) y PEPP (2020; 1,85 billones); orientación sobre los tipos (2013).
- SMP (2010); **OMT** (2012: con programa del MEDE; nunca usadas); **TPI** (2022: sin usar).
- Balance: 1,2 billones (2007) → 8,8 (junio de 2022) → 5,9 (nov. 2026).

c) El euro digital

- CBDC minorista: efectivo digital, pasivo del banco central.
- Propuesta de junio de 2023; Consejo (dic. 2025) y PE (julio de 2026); trílogos sin acuerdo; piloto 2027, emisión 2029.
  - Curso legal, sin intereses, límite de tenencia: contra la desintermediación y las huidas.

II.4. El papel internacional del euro

- Funciones del dinero × uso público/privado (Kenen, 1983; Krugman, 1984).
- **Segunda moneda** (BCE, 2026): índice ≈20 %.
  - Reservas 20,2 % (dólar 56,7); deuda 24,6; SWIFT ≈23; facturación de exportaciones 60 %.
  - Ganador de 2025: el oro, 27 % de las reservas oficiales (euro 15 %).
- *Depende de*: tamaño, estabilidad, *activo seguro* y mercados profundos (punto débil), geopolítica.
  - Gana señoreaje y financiación barata; arriesga apreciación en crisis.
- *Apoyo*: líneas *swap* (Fed, BoE, BoJ, Canadá, Suiza) y **EUREP** (2020, temporal y regional).
  - 14-2-2026: permanente y global desde el 3.er trim. de 2026, por la volatilidad geopolítica.
- «Momento del euro global» (Lagarde, mayo de 2025).
  - Cumbre del Euro (19-3-2026): «la posición del euro en el panorama mundial dependerá de la fortaleza económica y geopolítica de Europa».
  - Agenda: unión de ahorros e inversiones, deuda europea segura, euro digital [3.B.42].

III. La política monetaria desde 2009 *9′*

El BCE pasó a ser el respaldo de hecho de los Estados del euro: la credibilidad de que el euro es irreversible es su primer instrumento; pero solo puede hacer la política de la media.

III.1. La crisis de la deuda soberana (2009-2014)

a) Los hechos

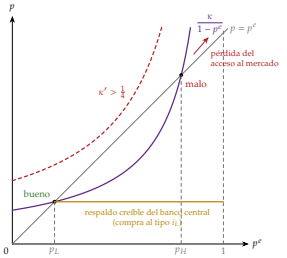
- Desequilibrios: tipos reales bajos en la periferia, crédito y vivienda; cuenta corriente (España −9,6 % en 2007).
- Grecia (2009); SMP (2010); Deauville (2010); Irlanda y Portugal.
- Subidas de Trichet (2011), deshechas por Draghi; LTRO a 3 años (>1 billón).
- Diferenciales máximos: Grecia 2.739 pb (feb. 2012), España 555 (jul. 2012), Italia 519 (nov. 2011). 26-7-2012 y OMT: a la mitad en un año.

b) Las crisis de deuda autocumplidas

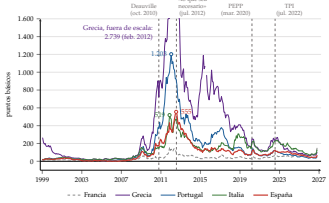
- *Idea* (Calvo, 1988; De Grauwe, 2011): deuda en una moneda que no se emite: el miedo al impago sube el tipo y hace el impago más probable.
- *Supuestos*: deuda B; superávit $S \sim U[0, \bar{S}]$; impago si $S < (1+i)B$; inversores neutrales (tipo r); sin banco central propio.
- *Desarrollo*: $p = (1+i)B/\bar{S}$; $1+i = (1+r)/(1-p^e)$; $\kappa = (1+r)B/\bar{S}$:

$$p\,(1-p) = \kappa$$

  - $\kappa < \frac{1}{4}$: 2 equilibrios, p_L (estable) y p_H (pérdida del acceso al mercado);
  - $\kappa > \frac{1}{4}$: insolvencia.
- *Implicaciones*: el respaldo creíble elimina el equilibrio malo sin comprar; solo para solventes: condicionalidad.
- *Extensiones*: círculo banca-Estado [3.B.44]; redenominación.
- *Evidencia*: diferenciales sobre los fundamentos y caída tras las OMT (De Grauwe-Ji, 2013); −2 pp a 2 años en Italia y España (Altavilla et al., 2016).
- *Valoración*: separar iliquidez e insolvencia es difícil: los tribunales.



$p = \kappa/(1-p^e)$ y la bisectriz: p_L, p_H y el respaldo



Diferenciales a 10 años frente a Alemania

- *Tribunales*: *Pringle* (2012): MEDE; *Gauweiler* (2015): OMT legales; *Weiss* (2018): PSPP legal.
  - Karlsruhe (5-5-2020): *ultra vires*, 3 meses para la proporcionalidad.
  - Desenlace: infracción contra Alemania (2021), archivada al reconocer la primacía del Derecho de la Unión.

III.2. Deflación y expansión cuantitativa (2014-2019)

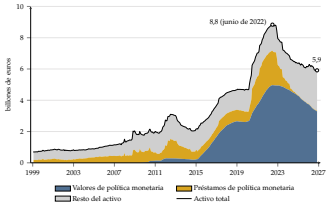
- Inflación negativa (enero de 2015: −0,6 %).
- Tipos negativos (−0,10 % en 2014 a −0,50 % en 2019), TLTRO, APP (22-1-2015: 60.000 M€/mes; 80.000 en 2016-2017), orientación (Woodford, Nobel 2026 con Hall).

III.3. Pandemia, inflación y normalización (2020-2026)

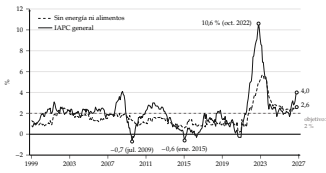
- *Pandemia*: PEPP (18-3-2020; 1,85 billones); TLTRO III al −1 %.
- *Inflación*: 10,6 % (oct. 2022); el BCE la creyó transitoria; +450 pb en 14 meses (depósito al 4 %); TPI (21-7-2022).

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

- *Normalización*: fin de reinversiones (APP 2023, PEPP 2024); 8 recortes (2024-2025) hasta el 2 %.
- *2026*: Oriente Próximo y energía: inflación 4,0 % (oct.; subyacente 2,6 %); subidas al 2,25 % (17-6) y al 2,50 % (16-9); mantenidos el 29-10, con expectativas en el 2 %.



Activo del Eurosistema: máximo de 8,8 billones



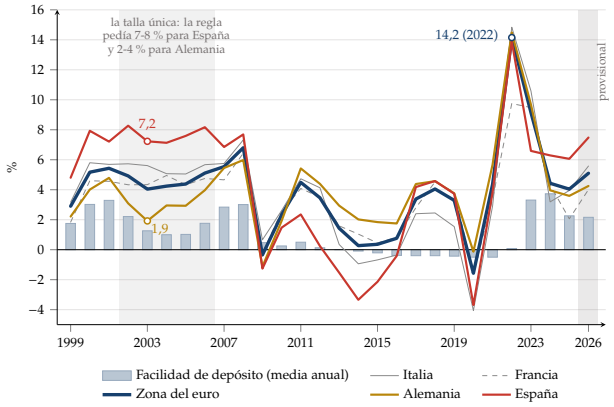
IAPC general y subyacente

III.4. Una política para 21 economías: la talla única

- *Idea*: el BCE mira la media; a cada país le conviene otro tipo.
- *Supuestos*: $i_j^* = r^* + \pi^* + \phi_\pi(\pi_j - \pi^*) + \phi_x x_j$ (Taylor, 1993); el BCE, la misma regla con la media:

$$i - i_j^* = \phi_\pi(\bar{\pi} - \pi_j) + \phi_x(\bar{x} - x_j)$$

  - Tipo real más bajo donde la inflación es más alta (Walters); el canal de la competitividad, lento.
- *Implicaciones*: 2002-2006, regla del 7-8 % para España y 2-4 % para Alemania (2003: 7,2 y 1,9), con el depósito al 1-2 %.
  - Instrumentos nacionales: fiscal y macroprudencial.
- *Extensiones*: fragmentación (TPI, OMT); sincronización endógena de los ciclos.
- *Evidencia*: inversión en 2012-2015 (2014: España −3,3 %, Alemania 2 %); 2022, bálticos >15 %, Francia <6 %; 2026: España 7,5 %, Alemania 4,3 %.
- *Valoración*: la regla es solo una referencia; el BCE solo puede hacer la política de la media.



Regla de Taylor por país frente a la facilidad de depósito

Conclusión 1′

- **Recapitulación**: el euro nace de los fracasos cambiarios; Maastricht: convergencia nominal y BCE independiente; desde 2009, respaldo, compras y lucha contra la inflación.
- **Relevancia**: para España, estabilidad y tipos bajos, pero también el auge del crédito y la lección de 2010-2012 [4.A.28].
- **Extensiones**: [3.B.16] [3.B.17] [3.B.44] [3.B.45] [4.A.19].
- **Opinión**: euro más sólido pero incompleto.
  - Faltan el activo seguro, el seguro de depósitos, la unión de capitales y el euro digital.
- **Idea final**: la fama de 2012 bastó contra la ruptura; la inflación de 2021-2022 enseñó que no se puede dormir: la credibilidad se cría cumpliendo el 2 %.

Datos clave

- Tipos: **depósito 2,50 %** (16-9-2026); máximo 4,00 % (2023-2024); mínimo −0,50 %.
- Inflación: **4,0 %** (oct. 2026); máximo 10,6 % (oct. 2022).
- Balance: **5,9 billones** (nov. 2026); máximo 8,8.
- Banco de España: **9,67 % del capital** (BCE).
- Euro: **20,2 % de las reservas** (2025); dólar 56,7 %.
- €STR: **≈7 pb bajo el depósito** (2026).

Autores y fechas

1961 Mundell: áreas monetarias
1970 Informe Werner
1979 SME
1983 Kenen; Krugman (1984): moneda internacional
1988 Giavazzi-Pagano; Calvo
1992 Maastricht; crisis del SME
1993 Taylor: regla
1996 Obstfeld: cláusula de escape
1998 Frankel-Rose: endogeneidad
2011 De Grauwe: fragilidad
2012 Draghi; OMT
2013 De Grauwe-Ji: pánico

Preguntas del tribunal

1. **¿SEBC o Eurosistema?** BCE + 27 frente a BCE + 21.
2. **¿Por qué fracasó el SME?** Asimetría, reunificación, capitales libres, dudas sobre Maastricht.
3. **¿Compra el BCE deuda pública?** En el secundario, sí (*Gauweiler*, *Weiss*); en el primario, no (art. 123).
4. **¿OMT o TPI?** Con programa del MEDE frente a criterios de elegibilidad sin programa.
5. **¿Mandato dual?** No: jerárquico.
6. **¿Por qué criterios nominales y no reales?** Credibilidad; se esperaba la convergencia real (endogeneidad).
7. **¿Qué cambió en 2024?** Del corredor al suelo con demanda: guía la facilidad de depósito.

Ojo en el test

- Bandas del ±15 % desde el *2-8-1993*; la libra salió el *16-9-1992*.
- Inflación: frente a los 3 con *mejor comportamiento*.
- BCE: *1-6-1998*; euro: 1-1-1999; billetes: 1-1-2002.
- Serpiente: 2,25 % *entre* monedas europeas; túnel: ±2,25 % frente al dólar.
- Reservas mínimas *sin remunerar* desde el 20-9-2023.
- Lira: ±6 % *hasta* 1990; peseta: ±6 % *desde* 1989.
- EUREP: temporal en 2020, *permanente* desde 2026.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal