

## Una crítica de la economía política del Banco Central Europeo

Mario del Rosal<sup>1</sup>

Fecha de recepción: febrero de 2019 / Fecha de aceptación: mayo de 2019.

**Resumen.** Este trabajo pretende esbozar una introducción a la crítica de la economía política del Banco Central Europeo. Para ello, desarrollaremos un análisis en varias fases. Primero, revisaremos el origen, la naturaleza y las funciones tradicionales del Banco Central como institución nuclear del modo de producción capitalista. En segundo lugar, repasaremos los antecedentes, la génesis y la evolución del BCE, con el objetivo de compararlo con la figura tradicional del Banco Central descrita en el punto anterior. En tercer lugar, describiremos el marco teórico fundamental que caracteriza a esta institución, centrándonos para ello en tres de sus elementos esenciales: el control de la inflación como objetivo único, la independencia política y la prohibición expresa de financiar a los Estados o de responsabilizarse de su deuda. En cuarto lugar, compararemos las políticas monetarias ordinarias del BCE antes y después del estallido de la actual crisis, con el fin de comprobar el cambio cualitativo hacia estrategias mucho más expansivas de lo permitido por los tratados originales. Por último esbozaremos algunas conclusiones a tenor de los resultados alcanzados.

**Palabras clave:** Economía política; Banco Central Europeo; Política monetaria; Expansión cuantitativa; Crisis

### [en] A critique of the political economy of the European Central Bank

**Abstract.** This paper aims to outline an introductory critique of the European Central Bank's political economy. For this, we will develop an analysis in several stages. First, we will review the origin, nature and traditional functions of the Central Bank as a nuclear institution of the capitalist mode of production. Secondly, we will review the background, genesis and evolution of the ECB, with the aim of comparing this institution with the traditional figure of the Central Bank described in the previous section. Third, we will describe the fundamental theoretical framework that characterizes the ECB, focusing on three of its essential elements: control of inflation as its single objective, political independence and the explicit prohibition of financing states or taking responsibility of their debt. Fourth, we will compare the ordinary monetary policies of the ECB before and after the outbreak of the current crisis in order to check the qualitative change toward a much more expansive management than the original treaties allowed. Finally we will outline some conclusions according to the results achieved.

**Keywords:** Political Economy; European Central Bank; Monetary Policy; Quantitative Easing; Crisis

**JEL:** E42, E52, E58, F15, F33, F45, N14

“Those are my principles, and if you don't like them... well, I have others.”

Groucho Marx<sup>2</sup>

### 1. Introducción

El papel desempeñado por el Banco Central Europeo (BCE) en el conjunto de políticas económicas puestas en marcha en el seno de la Unión Económica y Monetaria (UEM) para

hacer frente a la crisis económica actual es enormemente relevante. No sólo por las consecuencias directas de sus estrategias monetarias, sino por las implicaciones que han tenido para el resto de políticas económicas dirigidas por los Estados miembro.

No obstante, su diseño, implementación y seguimiento han suscitado grandes dudas en diversos ámbitos y una oposición frontal procedente de múltiples esferas. Las razones de esta controversia no se encuentran única-

<sup>1</sup> mariodel@ucm.es

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-9226-5791>

<sup>2</sup> Esta cita se atribuye a Groucho Marx, aunque tiene antecedentes en el periodismo anglosajón.

mente en sus resultados monetarios, financieros o, incluso, económicos, sino también en los principios teóricos fundamentales que han condicionado su forma de afrontar los problemas.

Este trabajo pretende analizar críticamente los fundamentos teóricos del BCE y comprobar su aplicación empírica a través de los elementos básicos de la política monetaria que ha llevado a cabo. Para ello, en primer lugar plantearé brevemente los mimbres teóricos sobre los que se ha levantado la institución del banco central (BC) en el sistema capitalista, así como sus funciones esenciales. A continuación, centraremos el estudio en el BCE, para proponer, en primera instancia, un somero repaso a los antecedentes y orígenes con la intención de ubicarlo históricamente. Después, nos adentraremos en el estudio de las características de la teoría monetaria ortodoxa dominante en el seno del BCE para comprender mejor sus fundamentos. En particular, veremos las tres líneas básicas que definen su paradigma analítico y de acción: el control de la inflación como objetivo único, la independencia respecto a los Estados miembros y la consiguiente irresponsabilidad política y, por último, la prohibición expresa que impide a esta institución financiar a los Estados o responsabilizarse de sus deudas. Por último, repasaremos brevemente los pormenores de la política monetaria del BCE antes del estallido de la actual crisis y durante su despliegue, con el objetivo de comprobar hasta qué punto esta recesión ha constituido un punto de inflexión determinante en el rumbo de esta institución. La intención final será comprobar cómo los principios ortodoxos que originalmente han informado la naturaleza y las políticas monetarias del BCE, además de no ser los únicos posibles, no han superado con éxito la prueba empírica de la crisis.

## 2. El Banco Central como institución económica y política

Sin duda alguna, el BC es una institución de enorme poder económico y político en el capitalismo actual. Si bien los primeros bancos centrales, de capital privado, fueron creados con el único fin de financiar las necesidades crediticias de los Estados, a esta función se añadieron, gradualmente, otras muchas de cre-

ciente importancia<sup>3</sup>. La razón de este proceso se encuentra, sobre todo, en la expansión y profundización del sistema financiero y bancario en todos los ámbitos de la economía capitalista, un fenómeno consustancial a la propia naturaleza del sistema que sirve fundamentalmente para ampliar y agilizar la fluidez de los mecanismos monetarios internos y externos y para estimular el crédito con el fin de fomentar el aumento de la demanda efectiva y la inversión como vías hacia el crecimiento y la rentabilidad.

Aun sin entrar en el estudio de la compleja evolución del papel y las responsabilidades del BC, sí es importante recordar, al menos, las funciones principales que se han otorgado a esta institución. De este modo, podremos entrar a describir y valorar más fácilmente las tareas que los países fundadores de la UEM han dado al BCE.

Teniendo en cuenta que el BC es, fundamentalmente, la autoridad monetaria única de un Estado (o de un conjunto de Estados insertos en una zona monetaria común), podemos diferenciar, según una clasificación algo distinta a la canónica en los manuales al uso, las siguientes funciones:

- Emisión monopolista de billetes y monedas. Gracias a esta capacidad, que le es concedida al BC por parte del Estado<sup>4</sup>, el BC se convierte en el único agente económico habilitado para crear dinero legal, es decir, los billetes y monedas que conforman el

<sup>3</sup> Las primeras instituciones que pueden concebirse como bancos centrales fueron el *Amsterdamsche Wisselbank*, creado en 1609 para racionalizar y homogeneizar el sistema monetario holandés; el *Sveriges Riksbank*, fundado en 1668 en Suecia y ya con capacidad monopólica de emitir billetes de curso legal; y el *Bank of England*, nacido en 1694 con amplias competencias monetarias y crediticias y que acabaría configurándose como el modelo de referencia. En España, no será hasta 1782 cuando surja el Banco Nacional de San Carlos, que pasaría a llamarse Banco Español de San Fernando en 1829 y que, tras coexistir varios años con el Banco de Isabel II fundado en 1844, se fusionaría con esta última entidad para dar pie a un único BC, el Banco Español de San Fernando, en 1847. Por fin, ya en 1856, esta institución sería rebautizada como Banco de España, nombre con el que se ha conocido desde entonces. En 1962 se nacionalizó plenamente y, ya en 1998, pasó a formar parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales que luego veremos con detalle (Banco de España, 2007: 5-9).

<sup>4</sup> En el caso del Banco de España, por ejemplo, a pesar de las diversas cédulas reales otorgadas a lo largo de su historia para la emisión de moneda en distintas plazas del país, no sería hasta 1874 cuando el Estado concedería a esta entidad el monopolio de emisión de la peseta como unidad básica del sistema monetario español (ibid.: 6).

efectivo en manos del público, componente primario del agregado monetario M1.

- Banco del Estado. El BC se encarga de tareas básicas de tesorería oficial mediante la gestión de pagos y cobros del Estado en el ámbito nacional y con el exterior, así como de las operaciones de emisión de deuda pública.
- Banco de bancos. Esta función, de carácter puramente técnico, tiene relación con la gestión de cobros y pagos entre bancos comerciales de distintos países. Puede recaer sobre un solo BC o sobre un grupo de bancos centrales pertenecientes a la misma área económica<sup>5</sup>.
- Supervisión del sistema bancario y financiero. Esta potestad permite al BC establecer y/o controlar el cumplimiento de las normas de funcionamiento de la banca y de los productos financieros en su zona de influencia. En el caso de la UEM, esta función está notablemente descentralizada en los Bancos Centrales de cada uno de los Estados miembro.
- Banquero del Estado. En esta función, el BC presta dinero al Estado, bien sea mediante la compra de deuda pública en forma de bonos en mercados primarios o secundarios o a través de préstamos directos. Como ya dijimos, la mayoría de los bancos centrales con cierto recorrido histórico fueron fundados con este objetivo inicial, al que después se agregó el resto de tareas más relacionadas con el funcionamiento del sistema financiero y monetario<sup>6</sup>.
- Banquero de bancos. Consiste básicamente en prestar dinero a los bancos comerciales a unos tipos de interés y con unas condiciones fijadas según la política monetaria. El objetivo es posibilitar la circulación del monetario en sus diversas formas y coordinar el mercado interbancario.
- Gestión de la política monetaria. En términos sencillos, es el conjunto de regulaciones y estrategias que desarrolla el BC para mantener la estabilidad de precios y lograr, en su caso, otros objetivos económicos. Para ello, controla la cantidad de dinero en circulación y los tipos de interés.

- Política cambiaria y de control de divisas. En este aspecto, el BC gestiona y controla los cambios de moneda nacional por moneda extranjera y custodia las reservas nacionales de divisas. Además, suele encargarse de la elaboración de la Balanza de Pagos.
- Investigación, análisis y asesoramiento económico y político. La mayoría de los bancos centrales, habitualmente dotados de unas plantillas de profesionales con elevada cualificación técnica, suelen encargarse de elaborar informes y estudios periódicos sobre la economía en general y sobre el sistema financiero en particular de cierta influencia sobre las esferas de poder del Estado y sobre la opinión pública.

No todas estas funciones revisten la misma importancia. Como veremos al analizar la teoría monetaria ortodoxa que nutre los criterios de funcionamiento del BCE, son las tareas relacionadas con la política monetaria y la interacción con los bancos comerciales las que han adquirido preponderancia, debido, sobre todo, al papel preeminente de esta institución como gestora de esta rama fundamental de la política económica. Por el contrario, las responsabilidades relativas a la financiación de los Estados han sido prácticamente eliminadas en muchos países centrales. Por último, las funciones de carácter más técnico, como la compensación de pagos o la custodia de reservas, han alcanzado un perfil mucho más automático y menos político.

### 3. Origen e historia del BCE

Evidentemente, el BCE es un Banco Central y, como tal, cumple con la mayor parte de las funciones clásicas de este tipo de instituciones que acabamos de ver. Sin embargo, lo cierto es que se trata de un caso especial por dos razones fundamentales.

Primero, porque es la autoridad monetaria plenipotenciaria de un área que resulta, en muchos aspectos, un experimento político extraordinario en la historia del continente europeo. La razón fundamental estriba, obviamente, en la naturaleza de la moneda común que la configura. Por un lado, el euro es una moneda creada *ex novo*<sup>7</sup>, es decir, diseñada de forma

<sup>5</sup> En el caso concreto del BCE, esta función es la que hace posible la compensación de pagos y cobros entre los bancos comerciales de los 19 países de la UEM y se hace a través del sistema llamado TARGET 2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system). Ver Banco Central Europeo, 2011: 44, 159 y <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/target2.en.html>.

<sup>6</sup> El Banco de España no es una excepción, desde luego, ya que ésta fue su razón de ser desde su fundación original mediante Real Cédula finales del siglo XVIII (Banco de España, 2007: 5).

<sup>7</sup> Aunque no *ex nihilo*, puesto que, como comentaremos, su construcción técnica tiene sus cimientos en el ECU y el Sistema Monetario Europeo.

consciente y planificada según unos criterios y objetivos concretos y determinados. Por otra parte, es una moneda implantada simultáneamente y por libre petición en varios países a la vez y a la que se han ido adhiriendo paulatinamente otras tantas economías europeas de forma igualmente voluntaria a lo largo del tiempo.

Y segundo, porque se trata de una institución cincelada a partir de los postulados más estrictos de la teoría monetaria de corte neoclásico-monetarista, de modo que, sobre la base de sus textos fundacionales, se podría decir que el BCE es uno de los Bancos Centrales más ortodoxos del mundo.

Como consecuencia de estas peculiaridades, es necesario revisar someramente la breve historia del BCE hasta la actualidad. La perspectiva obtenida nos permitirá acceder con más garantías a comprender las razones de su idiosincrasia y su sistema de funcionamiento.

### 3.1. Antecedentes

El proyecto de concebir e implantar una moneda común para Europa no es nada nuevo, desde luego. Sin embargo, hasta tiempos relativamente recientes, este concepto siempre estuvo íntimamente relacionado con la idea del Imperio, ya fuera por conquista o anexión, de manera que no tenía nada que ver con una forma voluntaria o pacífica de integración de distintos países o regiones.

Ya en el siglo XIX se pusieron en marcha varios proyectos regionales al abrigo del patrón bimetálico, como la Unión Monetaria Latina, fundada en 1865 y constituida por Francia, Bélgica, Suiza, Italia y Grecia (con otros países asociados), o bajo el patrón oro, como la Unión Monetaria Escandinava, creada en 1873 y formada por Suecia, Dinamarca y Noruega.

En el siglo XX fueron varias las propuestas encaminadas a la consecución de algún tipo de unión monetaria entre distintos países del continente. Así, en 1929, Gustav Stresemann, ministro de exteriores de la República de Weimar, pidió a la Sociedad de Naciones la creación de una moneda común europea para evitar conflictos. Sería, sin embargo, a partir de los años setenta, con la caída del patrón dólar-oro establecido en Bretton Woods, cuando la consecución de algún tipo de acuerdo intergubernamental sobre tipos de cambio se hizo mucho más urgente y necesaria. El ejemplo más célebre de esto fue el llamado Plan Werner, pergeñado en el marco de las Comunidades Europeas por el primer minis-

tro luxemburgués Pierre Werner en 1970, cuya intención no era introducir una moneda única, sino un sistema de tipos fijos entre las divisas europeas (Fernández Álvarez, 1997: 330-335).

Aunque el Plan Werner no se adoptó en su forma, sus recomendaciones de fondo fueron seguidas mediante la creación, en 1972, de la que se conocería como “serpiente en el túnel del dólar”, un mecanismo de convergencia de tipos de cambio con la divisa estadounidense como ancla central y márgenes bilaterales de cada moneda europea respecto a aquella del 2,25%. La libre flotación del dólar, consecuencia inevitable del déficit comercial de EE.UU. y del shock de Nixon<sup>8</sup>, hizo que la serpiente saliera del túnel a partir de 1973 y que el mantenimiento de los márgenes fuera cada vez más difícil. Muchos países abandonaron el sistema hasta su completa desaparición en 1979, año en el que fue sustituido por el mucho más ambicioso Sistema Monetario Europeo (SME) que analizamos en el siguiente epígrafe.

En realidad, la desaparición de Bretton Woods y la subsiguiente implantación de una suerte de no-sistema monetario mundial caracterizado por la generalización del dinero fiduciario o dinero fiat<sup>9</sup> y por tipos de cambios de fluctuación libre (aunque sucia, en la mayor parte de los casos), fue el detonante más evidente del inicio del camino que llevaría al euro, pero no su única razón de ser. En reali-

<sup>8</sup> El llamado shock de Nixon se produjo el 15 de agosto de 1971, cuando el presidente estadounidense canceló unilateralmente el mecanismo de cambio de dólares por oro a la tasa fija de 35 dólares por onza, evento que supuso la defunción de facto del sistema de Bretton Woods.

<sup>9</sup> Entendemos aquí el dinero fiduciario o dinero fiat como aquél que, al contrario de lo que ocurre con el dinero-mercancía o el dinero-papel, carece de cualquier valor intrínseco o representativo y, por lo tanto, ni es ni puede ser cambiado por ley por ningún tipo de mercancía con valor propio, como el oro o la plata. Este tipo de dinero circula por imposición legal (curso forzoso) y también por la confianza que su emisor se granjea ante el público. Realmente, fiduciario y fiat no son exactamente sinónimos, aunque los vayamos a suponer así en este texto para evitar complicaciones estériles. En puridad, llamaríamos dinero fiduciario (del latín *fiducia*: “confianza”) a aquél que, en lugar de tener o representar valor intrínseco, basa su aceptación en la confianza que sus usuarios tienen en que será aceptado ulteriormente por otros usuarios. Por lo tanto, representa una promesa de pago emitida por algún agente económico merecedor de confianza. Por su parte, el dinero fiat (del latín *fiat*: “hágase”) sería dinero fiduciario emitido por el único agente económico con capacidad legal para obligar a aceptar su uso: el Estado. De ahí que pueda definirse como dinero fiduciario de curso forzoso. Según esta distinción, el dinero fiat es, por un lado, un tipo concreto de dinero fiduciario, y, por otro, el único cuya circulación es impuesta por ley.



dad, el propio proceso de integración económica que se inició con el Tratado de Roma de 1957 incluye en sus cimientos teóricos la necesidad de avanzar hacia la consecución de una unión monetaria.

La teoría convencional sobre la que se asienta el paradigma de la integración afirma que se trata de un proceso que busca la ampliación de los mercados con el fin de mejorar la asignación de recursos y aumentar la tensión competitiva para lograr mejorar la productividad y la eficiencia. Todo ello, a través de varias fases sucesivas que van de los simples acuerdos preferenciales y zonas de librecambio, pasando por la consecución de uniones aduaneras, y mercados comunes o únicos sin restricciones al movimiento de capitales y mercancías, hasta la consecución de una unión económica completa basada en una fuerte coordinación de las políticas fiscales y monetarias o en su completa fusión<sup>10</sup>. En el caso de la UE, la instauración de una moneda única es, obviamente, una fase avanzada del proceso que exige, en todo caso, la conformación previa de un área sin fronteras económicas internas y con un único arancel común.

### 3.2. El SME, el MTC y el ECU

El SME, como hemos dicho, fue el verdadero primer paso en la construcción de la moneda única europea. Este sistema se configuró sobre tres pilares fundamentales:

- El Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC), un sistema de fijación y gestión de márgenes bilaterales<sup>11</sup> de los tipos de cambio de las monedas de los países participantes pensado para favorecer la convergencia de las distintas divisas<sup>12</sup>.

- El ECU (European Currency Unit), que era una especie de moneda virtual construida como una cesta de divisas ponderadas según el peso económico de cada país emisor.
- El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), organismo diseñado para conceder facilidades crediticias a los países con dificultades para mantener los márgenes exigidos por el MTC.

El SME fue fundado en 1979 por los seis miembros originales de la CEE (Alemania, Francia, Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo e Italia —que quedaría fuera de 1992 a 1996—) y también por Dinamarca e Irlanda. España, Portugal, Austria, Finlandia y Grecia se unirían, respectivamente, en 1989, 1992, 1995, 1996 y 1998. Por su parte, el Reino Unido entró en 1990, aunque decidió abandonarlo en 1992.

El sistema funcionó razonablemente bien hasta 1992, año en el que se inició una serie de ataques especulativos contra el franco, la lira, la peseta y, sobre todo, la libra esterlina que acabaron por sacar a muchas de ellas del MTC y que obligó a ensanchar los márgenes bilaterales paulatinamente hasta la flotación final. Las causas de esta situación fueron múltiples, aunque entre ellas destacan la desregulación del movimiento de capitales sancionada en 1990 y la consiguiente escalada en la actividad especulativa, la falta de convergencia real entre los distintos países miembro, la insuficiencia de los mecanismos de compensación y cooperación y la huida de capitales de EE.UU. con destino a Europa por la política de bajos tipos de interés de la Reserva Federal.

### 3.3. El Informe Delors y el nacimiento del BCE

El programa dirigido a la consecución de un mercado único plasmado en el Acta Única Europea de 1986 hizo necesario un paso más allá que compatibilizara la libertad de circulación de capitales con la estabilidad en los tipos de cambio. Para ello, el presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, formó y dirigió un grupo formado, entre otros, por expertos como Alexandre Lamfalussy, Niels Thygersen y Miguel Boyer. El resultado, conocido como Informe Delors, estable-

<sup>10</sup> El texto clásico sobre las sucesivas fases del proceso es Balassa (1961), aunque hay versiones más matizadas como la de Requeijo (2002: 38-39).

<sup>11</sup> Estos márgenes fueron, en general, del 2,25%, aunque a la lira italiana se le aplicó el 6%.

<sup>12</sup> El nacimiento del euro hizo que desapareciera el MTC. En su lugar, surgió el MTC II para aquellos países en proceso de incorporación a la UEM. En 1999, esos países eran Grecia, que lo abandonó en 2001 al cumplir (fraudulentamente) con los criterios de entrada, y Dinamarca, que disfrutaba de una cláusula de exclusión voluntaria del euro. En 2004 se incorporaron Eslovenia (hasta su adopción del euro en 2007), Estonia (hasta 2011) y Lituania (hasta 2015). En 2005 pasaron a formar parte del MTC II Malta y Chipre (ambos hasta 2008), Eslovaquia (hasta 2009) y Letonia (hasta 2014). Por lo tanto, y teniendo en cuenta que ni la libra esterlina ni la corona sueca han formado parte nunca de este sistema, el único país que permanece en el MTC II es Dinamarca.

cía un proyecto de unión monetaria en tres fases<sup>13</sup>.

La primera fase comienza en 1990 con la desregulación total de la circulación de capitales<sup>14</sup>. Esta fase alcanza su hito principal en 1992 con la instauración de los criterios de convergencia económica considerados para formar parte del proyecto en el Tratado de la Unión Europea o Tratado de Maastricht (TUE)<sup>15</sup>. La segunda fase empezó en 1994 y supuso la sustitución del Fondo de Cooperación Económica por el Instituto Monetario Europeo (IME), embrión del futuro BCE. La tercera y definitiva fase comenzó en 1999, tras la fijación definitiva e irrevocable de los tipos de cambio de las monedas nacionales respecto de la nueva divisa común en 1997, la consecuente instauración de la política monetaria única y la inauguración del BCE y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) en lugar del IME y los Bancos Centrales Nacionales, además de

la adopción contable y física de la nueva moneda<sup>16</sup>.

Como es bien sabido, tras comenzar en 1999 con un total de 11 participantes, a día de hoy la UEM está formada por 19 de los 28 Estados miembros de la UE<sup>17</sup>.

#### 4. Marco teórico fundacional del BCE

Como cualquier otra institución con competencias económicas, el BCE ostenta una determinada cuota de poder sobre el funcionamiento de la sociedad. Esto hace que sus decisiones afecten a toda la ciudadanía, lo que significa, sencillamente, que es *una organización con poder político*.

El poder político se ejerce siempre, como cualquier otro, a partir de una determinada perspectiva del mundo, de un cierto punto de vista y de unas creencias o valores que enmarcan y, en gran medida, condicionan la toma de decisiones. El BCE no es una excepción, de manera que, para comprender su funcionamiento, resulta manifiestamente imprescindible plantearse cuál es el paradigma ideológico que estructura a esta institución y a sus agentes, tanto a través de las normas como de la propia cultura organizativa.

Una tarea de ese calibre no es abarcable en un texto breve como el que nos ocupa, obviamente. Sin embargo, sí parece posible esbozar,

<sup>13</sup> En este punto, conviene destacar que la adopción del euro no es una opción voluntaria para los miembros de la UE, sino una medida obligatoria que algunos países no han llegado a poner en marcha por no cumplir aún con los criterios de convergencia y que otros, como Dinamarca o Reino Unido, han decidido eludir mediante diversos mecanismos particulares y atípicos de exclusión. Dicha obligatoriedad queda recogida en el artículo 119 del TFUE.

<sup>14</sup> Instaurada oficialmente en la UE en julio de 1990 (salvo para España, Grecia, Portugal e Irlanda, en los que se retrasó hasta 1992), la desregulación del movimiento de capitales tenía sus orígenes en las medidas introducidas a principios de los sesenta en respuesta al Capítulo IV (art. 67-72) del Tratado de Roma (Fernández Álvarez, 1997: 91-92). En la actualidad, está legislada por el Capítulo IV (art. 63-66) del TFUE, en cuyo artículo 63.1 se afirma tajantemente que “En el marco de las disposiciones del presente capítulo, quedan prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros países.”

<sup>15</sup> Estos criterios de convergencia, fijados en el artículo 140 del TFUE para ser cumplidos en 1997, eran los siguientes: 1) independencia del BC y prohibición de financiar al Estado o de responsabilizarse de sus deudas; 2) objetivo de inflación máxima de hasta un 1,5% por encima de la media de los tres países menos inflacionistas; 3) objetivo de tipos máximos de interés a largo plazo de hasta un 2% por encima de la media de los tres países menos inflacionistas; 4) objetivo de déficit público máximo de hasta el 3% del PIB; 5) objetivo de deuda pública máxima de hasta el 60% del PIB; 6) objetivo de tipos de cambio estables, de manera que la moneda nacional debe mantenerse en el MTC durante un mínimo de tres años sin devaluaciones ni revaluaciones. A partir de 1997, estos criterios se han mantenido a través del llamado Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) mediante dos vías coercitivas: los programas de estabilidad, que exigen equilibrio presupuestario y una deuda pública máxima del 60% del PIB; y el procedimiento de déficit excesivo, que establece una batería de recomendaciones vinculantes y sanciones económicas en caso de incumplimiento.

<sup>16</sup> Este proceso se articuló en tres fases: primero, implantación contable, aunque no física (del 1 de enero de 1999 al 31 de diciembre de 2001), etapa en la que cada moneda nacional no era sino una fracción del euro; segundo, sustitución de las monedas y billetes nacionales por los denominados en euros (del 1 de enero de 2001 al 28 de febrero de 2002); y, tercero, desaparición definitiva de la moneda nacional y utilización exclusiva de dinero legal en euros (a partir del 1 de marzo de 2002). Ver Fernández y Horcajada, 2002.

<sup>17</sup> Los miembros fundacionales fueron: Alemania, Países Bajos, Bélgica, Luxemburgo, Francia, Italia, España, Austria, Portugal, Finlandia e Irlanda. En 2001 se incorporó Grecia y en 2007, 2008, 2009, 2011, 2014 y 2015, Eslovenia, Malta y Chipre, Eslovaquia, Estonia, Letonia y Lituania, respectivamente. Además de estos 19 países, hay otros Estados europeos “menores”, como Mónaco, San Marino y Ciudad del Vaticano, donde el euro es oficial y otros, como Andorra, Montenegro y Kosovo, donde circula oficiosamente. Por su parte, Reino Unido mantiene una cláusula expresa de exclusión que le permite mantener fuera del MTC II a la libra esterlina. Dinamarca, que rechazó el euro en un referéndum en 2001, también conserva una cláusula similar, aunque la corona danesa se mantiene en el MTC II. Y Suecia, que está obligada a incorporar a su moneda a la UEM, además de no formar parte del MTC II, incumple voluntariamente el criterio de independencia del BC en respuesta al referéndum que rechazó la entrada a la zona euro en 2003.

al menos, los mimbres teóricos formales que configuran su manera de afrontar los problemas y objetivos encomendados, de actuar ante ellos y de interpretar los resultados obtenidos.

#### 4.1. Teoría monetaria ortodoxa

El marco de referencia que encuadra los principios rectores del BCE se identifica unívocamente con la teoría monetaria actualmente ortodoxa en el ámbito académico. Esta teoría, a la que podemos denominar neoclásica o neoclásico-monetarista, tiene sus bases originarias en la vetusta teoría cuantitativa del dinero, una línea de pensamiento que se remonta a la Escuela de Salamanca y a pensadores como Jean Bodin, Richard Cantillon, David Hume, David Ricardo y, más contemporáneamente, a Irving Fisher o Milton Friedman.

Esta teoría, en su versión más próxima al monetarismo, concibe el dinero como un elemento exógeno a la economía y neutro en su funcionamiento. Según esta visión, la oferta monetaria viene determinada directamente por la base monetaria establecida por el BC<sup>18</sup>, lo que significa que esta institución es capaz de influir de manera decisiva sobre la cantidad de dinero en circulación y, por lo tanto, sobre fenómenos tan trascendentes como la inflación o los tipos de interés.

Según esta tesis, la cantidad de dinero en circulación influye sobre los precios a partir de una determinada interpretación de la identidad monetaria de Fisher. Esta identidad –que, como tal, no es discutible–, es transformada en una función explicativa por esta escuela de modo que, según su punto de vista, los precios vienen determinados por la siguiente expresión:  $P = MV/T$ <sup>19</sup>.

Esta ratio significa que, suponiendo un volumen de transacciones invariable a corto plazo y una velocidad estable de circulación del dinero, los precios dependen directamente de la oferta monetaria. De ahí deducen que la única forma de influir eficazmente sobre los pre-

cios es a través del control de la oferta monetaria por medio de la base monetaria. En otras palabras, esta teoría afirma que el nivel de precios viene dado en todo caso por la cantidad de dinero en circulación, lo que implica que, como dijo Friedman, “la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario en el sentido de que sólo es y puede ser producida por un incremento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción” (Friedman, 1970). O, lo que es lo mismo, que “toda inflación grave ha sido producida por la expansión monetaria” (Friedman, 1968).

Este tipo de argumentos, sin embargo, resulta escasamente aceptable como explicación científica de la inflación. Sin entrar en detalles, podríamos recordar que esta perspectiva basada en la teoría cuantitativa se atreve a afirmar que la expansión monetaria es la que provoca siempre la inflación porque se puede demostrar con datos históricos que todo proceso de inflación elevada se ve acompañado de un aumento de la cantidad de dinero (Gamble y Walton, 1976: 94). Lamentablemente, esta conclusión confunde una condición para la subida de los precios (que aumente la oferta monetaria) con su causa. Como afirmó José Luis Sampedro: “No puede haber ningún ejemplo opuesto [a la afirmación de Friedman] por la sencilla razón de que la materialización de un alza considerable de los precios *exige* el aumento de la cantidad de dinero” (Sampedro, 1976: 46).

El corolario de estas razones es obvio: bastaría con un control adecuado de la oferta monetaria para acabar de raíz con el problema de la inflación, independientemente de sus consecuencias sobre el desempleo o el gasto público (Gamble y Walton, 1976: 47, 50).

La desastrosa puesta en marcha de las tesis monetaristas en los años ochenta del siglo pasado condujo a un evidente desprestigio de la versión de la teoría convencional que confiaba en el control de la oferta monetaria para determinar el nivel de precios<sup>20</sup>. De ahí que, sin im-

<sup>18</sup> Recordemos que la base monetaria es el conjunto de efectivo en manos del público, que viene dado por el volumen de emisión decidido por el BC, más las reservas bancarias, que dependen del coeficiente de caja estipulado por el BC. Según esta teoría, la oferta monetaria será igual a la base monetaria multiplicada por un coeficiente basado en una ratio calculada a partir de los cocientes de reservas sobre depósitos y de efectivo sobre depósitos (Mankiw, 2014: 160-163).

<sup>19</sup> M: oferta monetaria; V: velocidad de circulación; P: nivel de precios; T: volumen de transacciones.

<sup>20</sup> Este fracaso, anunciado por los experimentos previos en Latinoamérica y Asia, se constató ampliamente tanto en Estados Unidos como, sobre todo, en Reino Unido, donde la incapacidad de este enfoque para controlar la oferta monetaria y las perniciosas consecuencias de su aplicación para la dinámica de acumulación, el empleo y la desigualdad llevaron a su abandono en menos de una década. En pocas palabras, el monetarismo en su versión más simple y ortodoxa afirmaba, a partir de una concepción exógena del dinero, que la oferta monetaria puede ser determinada y anunciada con antelación por parte de la autoridad competente en el medio plazo, de modo que, gracias a la supuesta estabilidad

pugnar los principios básicos de este paradigma, los Bancos Centrales asumieran la gestión de la política monetaria con un enfoque más próximo a las tesis de tipo neoclásico-keynesiano, en las que el control de los tipos de interés ocupa la posición central y se pretende influir sobre su determinación en el largo plazo, dada una curva LM inestable, para controlar de este modo el nivel general de precios. El caso del BCE no es una excepción, de manera que el marco general de su política monetaria tiene un carácter ortodoxo y estricto, aunque emplea diversas herramientas, tipos de operaciones y análisis económicos y monetarios (Banco Central Europeo, 2011).

El segundo factor que está detrás de la evolución de los precios, según la teoría monetaria ortodoxa, es el nivel de salarios. Concretamente, este paradigma explica que, cuando los salarios son demasiado altos en relación al nivel de paro –como consecuencia, sobre todo, de la falta de flexibilidad de los mercados laborales y de la monopolización de la oferta de fuerza de trabajo debida a los sindicatos–, entonces los precios tienden a subir. Para fijar esta idea, la escuela monetarista inventó el concepto de NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), que sería la tasa de paro mínima necesaria para mantener los precios estables. Así, por un lado, los defensores de esta teoría tienden a exigir la desregulación de los mercados de trabajo y la erosión de los sindicatos para evitar cualquier atisbo de rigidez a la baja de los salarios (como diría Keynes). Y, por otro, tienden a tolerar (o incluso a promover) un nivel de desempleo suficientemente alto como para garantizar un adecuado control de la inflación. En este caso, el BCE suele

asumir implícitamente estos planteamientos, si bien no es tan habitual que haga explícita su adhesión a ellos, dado que tanto las políticas de empleo como las de rentas continúan –al menos, formalmente– en poder de los Estados miembro.

Estos principios se materializan en los textos fundacionales del BCE a través de tres principios que determinan su funcionamiento: la entronización del control de la inflación como objetivo único de la política monetaria, la independencia política respecto a los miembros, y la prohibición expresa de financiar a los Estados o de responsabilizarse de su deuda. A continuación, analizamos cada uno de estos principios con algo más de detalle.

#### 4.1.1. Control de la inflación como objetivo único

La principal y quizá más distintiva característica del BCE en comparación con otros Bancos Centrales es el control de la inflación como objetivo único de su política monetaria. Así lo indican con claridad sus textos fundacionales: “[e]l objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, apoyará las políticas económicas generales de la Unión.” (Art. 127 TFUE y art. 2 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE).

En particular, los Consejos de Gobierno del BCE de 1998 y 2003 han establecido como objetivo una tasa de inflación a medio plazo inferior, aunque próxima, al 2%, para lo que se toma como referencia el índice de precios al consumo armonizado o IPCA (Banco Central Europeo, 2011: 7, 11, 72).

En este caso concreto, tal misión es exclusiva e irrenunciable por ley, algo que contrasta vivamente con los objetivos de otros Bancos Centrales como la Reserva Federal. La sección 2A de la Federal Reserve Act indica, explícitamente, que el objetivo de la política monetaria será “máximo empleo, precios estables y tipos de interés moderados a largo plazo” (Federal Reserve System, 2005: 15).

Las teorías económicas dominantes insisten en los perjuicios que acarrea la inflación en la eficiencia del sistema económico debido a la distorsión en los precios relativos y en la distribución de los ingresos entre grupos sociales, en los que destacan como perjudicados potenciales por excelencia a los asalariados y los pensionistas. Sin embargo, aunque este

---

de la relación entre dicha oferta y la demanda de dinero y las expectativas racionales de los demás agentes económicos, es factible controlar las tasas de crecimiento de la inflación sin afectar a la producción. En este marco teórico, los tipos de interés se suponen determinados por los mercados y sin influencia sobre el crecimiento de la producción. Así, una política económica sana debería abolir los controles de tipos de cambio y de movimientos de capital y, por supuesto, fomentar la desregulación de todos los mercados, tanto de mercancías como de trabajo, sin tratar de imponer ninguna clase de política industrial, de ingresos o de empleo. En Reino Unido, como caso paradigmático, la inflación se moderó, pero no fue ni un caso aislado ni tampoco ocurrió como consecuencia del control (fallido) de la oferta monetaria, sino por una política fiscal enormemente restrictiva y, sobre todo, gracias a un ataque masivo contra los sindicatos y los trabajadores que dio lugar a un proceso deflacionario forzoso. El planteamiento teórico, el desarrollo político, las contradicciones y, finalmente, el abandono de este enfoque son descritos con detalle por Desai (1989).



perjuicio sea cierto, no parece descabellado pensar que el estricto y exclusivo objetivo de inflación pueda obligar al BCE a establecer políticas monetarias que vayan en contra de la consecución de otros hitos económicos que pueden ser de igual o mayor importancia para el bienestar material de estos mismos grupos, como puedan ser políticas fiscales expansivas.

Además, esta cuestión tiene otras implicaciones de gran calado. La clave está en qué factor o factores se consideran más importantes a la hora de explicar el fenómeno de la inflación. Y es aquí donde el BCE asume un papel regresivo para la clase trabajadora. En efecto, si bien la inflación puede explicarse por muchos motivos, el paradigma ortodoxo centra su atención sólo en la inflación de salarios y en la de demanda, olvidando habitualmente el efecto que la oligopolización de los mercados o la dinámica de lucha social por los ingresos tienen sobre este fenómeno<sup>21</sup>. De este modo, el BCE tiende a considerar que, aunque la inflación es un fenómeno monetario y, por lo tanto, el control estricto de la oferta de dinero o los tipos de interés por su parte es imprescindible para atajarla, estas políticas no pueden funcionar plenamente si no es en un marco social y laboral que favorezca la contención salarial. De ahí que el propio BCE o los Bancos Centrales que forman el Eurosistema suelen defender de manera más o menos explícita políticas económicas dirigidas a conseguir este objetivo<sup>22</sup>.

#### 4.1.2. Independencia respecto a los Estados miembros e irresponsabilidad política

La teoría monetaria ortodoxa exige que la gestión del BC sea llevada a cabo por especialistas que disfruten de autonomía respecto del poder político y que, gracias a ello, estén habilitados para trabajar bajo condiciones de independencia total en relación al Estado. Los argumentos más habitualmente esgrimidos para justificar esta concepción marcadamente tecnócrata suelen ser dos. Por un lado, se dice que los gestores de algo tan complejo como la política monetaria deben ser expertos seleccionados únicamente según su capacidad técnica, ya que

habrán de aplicar los criterios de decisión objetivamente adecuados en cada momento, sin las presiones que suelen derivar de la esfera política o de la Administración. Por otro, se afirma que el BC debe estar protegido ante la voracidad crediticia del Estado, de manera que no se vea obligado a responder ante su continua y no siempre responsable necesidad de dinero. Se entiende que el peligro principal de permitir la financiación directa al Estado por parte de su propio BC es triple: la imposibilidad de calibrar adecuadamente la idoneidad de la inversión, puesto que el Estado consigue la financiación gratis o a muy bajo coste; la posible pérdida de valor de la moneda y la inflación que de ello se derivaría; y el probable efecto expulsión que perjudicaría al sector privado.

Según este razonamiento, la independencia del BC permitiría a esta institución conseguir un mayor grado de credibilidad ante los ciudadanos y ante el capital, lo que facilitaría enormemente una gestión monetaria eficaz y, sobre todo, garantizaría mucho mejor el valor del dinero, cuestión especialmente ardua en un sistema monetario de dinero fiduciario y ante un escenario mundial de flujos de capital desregulados y crecientes.

Esta independencia debe darse en cuatro ámbitos complementarios (Montero, 2000): el ámbito personal, que tiene que ver con la elección y remoción de los ejecutivos y técnicos del BC; el ámbito financiero, que está relacionado con el presupuesto del BC y con sus propietarios; el ámbito político, que indica la capacidad para decidir el objetivo último del BC; y el ámbito económico, que hacer referencia a la elección y ejecución de los instrumentos monetarios utilizados para el logro de los objetivos.

En el caso del BCE, sus propios estatutos explicitan la independencia como uno de sus elementos constitutivos, especialmente en el decisivo ámbito político: “ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ningún miembro de sus órganos rectores recabarán ni aceptarán instrucciones procedentes de las instituciones, órganos u organismos de la Unión, de ningún Gobierno de un Estado miembro ni de ningún otro organismo. Las instituciones, órganos u organismos de la Unión, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir sobre los miembros de los órganos rectores del BCE o de los bancos centrales na-

<sup>21</sup> Para un análisis ya clásico, preclaro y divulgativo, de la cuestión de la inflación, ver Sampedro (1976).

<sup>22</sup> El caso del Banco de España es notorio en este sentido, como puede comprobarse reiteradamente en sus comunicados a los medios y sus ruedas de prensa (ver <https://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa>).

cionales en el ejercicio de sus funciones” (art. 7 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE).

Esto lo hace a un nivel legislativo máximo, similar al de tratados comunitarios como el TUE y, por lo tanto, de rango equivalente al constitucional (Montero, 2000). Además, entre los propios criterios de convergencia que se exigen a los países candidatos a incorporarse a la UEM se incluye el de la independencia de los Bancos Centrales nacionales respecto de sus Gobiernos y Parlamentos.

Es difícil encontrar otro BC perteneciente a alguna de las economías capitalistas desarrolladas que se construya sobre una estructura tan férrea como esta. Tampoco la Reserva Federal, cuyo funcionamiento resume la propia institución de la siguiente manera: “la Reserva Federal se considera un banco independiente porque sus decisiones no han de ser ratificadas por el Presidente ni cualquier otro miembro del gobierno. El Sistema, sin embargo, está sujeto a la supervisión del Congreso de los Estados Unidos. La Reserva Federal trabajará en el marco de los objetivos generales de política económica y financiera establecidos por el gobierno; así pues, una descripción más ajustada del Sistema lo definiría como ‘independiente dentro del gobierno’” (Federal Reserve System, 2005: 2-3).

Otro caso conocido es el del *Riksbank* sueco, que actúa sometido en todo momento a la autoridad del Parlamento, razón por la cual no se ha incorporado a la Unión Económica y Monetaria (art. 13, Cap. 9, *Regeringsformen* y Ley 1988/1385 sobre el funcionamiento del *Riksbank*).

Obviamente, esta independencia en el ámbito político —que no en el económico y financiero— debe ser corroborada en la práctica mediante la elección de una cúpula directiva formada por técnicos supuestamente ajenos a las vicisitudes de la política y preocupados exclusivamente por el cumplimiento de los objetivos económicos marcados, de manera que se confirme también la independencia en el ámbito personal. Para ello, el BCE ha establecido un sistema de gobierno constituido por un Comité ejecutivo integrado por el presidente del BCE, el vicepresidente y cuatro consejeros; un Consejo de gobierno formado por el Comité ejecutivo y los gobernadores o representantes de los 19 bancos centrales de los países miembros de la UEM; y un Consejo general a cargo del presidente del BCE, el vicepresidente y los

gobernadores o representantes de los 28 miembros de la UE.

Además del propio BCE, la gestión de la UEM depende de otras dos instituciones colectivas: el Eurosistema, formado por el propio BCE y los 19 bancos centrales de los países miembros de la UEM; y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), englobado por el BCE y los Bancos Centrales de los 28 países miembros de la UE.

Desde noviembre de 2014, también hay que contar en esta relación al Mecanismo Único de Supervisión (MUS), órgano formado por el Eurosistema y aquellos bancos centrales externos a la zona euro que así lo deseen.

Por su parte, el presidente del BCE, como máximo responsable, y los demás miembros del Comité ejecutivo son propuestos por el Consejo Europeo y han de ser aceptados tanto por el propio BCE como por el Parlamento Europeo. Su gestión está limitada a un mandato que tiene una duración fija de ocho años.

Sea cual sea la forma de elegir a los miembros de la ejecutiva y sus mecanismos de gobierno, lo cierto es que resulta difícil asumir acríticamente la existencia de gestores perfectamente ecuanímenes ni, por supuesto, paradigmas teóricos neutrales que definan objetivos igualmente aceptables y benéficos para todos los países miembros o todas las clases sociales. Cualquier posicionamiento económico es *siempre* un posicionamiento político y pretender, por ejemplo, que la teoría ortodoxa que domina en el seno del BCE o que la formación y la experiencia profesional de sus sucesivos presidentes son cuestiones necesariamente ajenas al debate público está lejos de ser creíble<sup>23</sup>.

En todo caso, resulta difícilmente rebatible que un BC independiente como el que plantea la teoría monetaria ortodoxa y como el que representa el BCE genera un problema de déficit democrático de no poca envergadura. ¿Por qué ha de ser la política monetaria un asunto alejado de los ciclos políticos o electorales de los regímenes democráticos? ¿Qué pruebas hay de que la total autonomía de sus gestores garantice mejores resultados para el funcionamiento de la economía y para el bienestar material de la sociedad? ¿Están

<sup>23</sup> Como ejemplo, basta el currículum de Mario Draghi, cuya experiencia previa como vicepresidente de Goldman Sachs International (2002-2005), presidente de la Comisión de privatizaciones italiana (1993-2001) o consejero honorario de la Brookings Institution (desde 1993) resulta altamente significativa.

estos gestores al servicio del bien común o responden a otros intereses? No es probable que todo el mundo esté de acuerdo con que la “liberación” del BC de las “ataduras” de la democracia sea siempre y en todas partes un beneficio para la ciudadanía.

#### 4.1.3. Prohibición de financiar a los Estados o de responsabilizarse de su deuda

Los estatutos del BCE y el resto de documentos y tratados fundacionales establecen explícitamente dos líneas rojas para las funciones que esta institución puede desempeñar. Por un lado, tiene estrictamente prohibido financiar directamente a cualquiera de los Estados miembros de la UEM, como reza a continuación: “[c]on arreglo a lo dispuesto en el artículo 123 del TFUE queda prohibida la autorización de descubiertos y la concesión de otro tipo de créditos por parte del BCE o de los bancos centrales nacionales en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros; queda igualmente prohibida la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o los bancos centrales nacionales” (art. 21.1 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE).

Por otro lado, el BCE no puede asumir responsabilidad alguna en relación a la deuda soberana de los Estados miembros de la UEM. Esta regla fundamental de funcionamiento del BCE, conocida como cláusula de *no-bailout*, queda recogida con total claridad en el TFUE: “[l]a Unión no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos” (art. 125.1 del TFUE).

Estas dos líneas rojas permiten afirmar que la estrategia para lograr la supuesta independencia política del BCE llega hasta el extremo de negar su propio carácter originario como Banco Central. En efecto, si, como decíamos más arriba, la mayor parte de estas instituciones nacieron con la misión fundamental de financiar a los Estados, entonces estas dos restricciones suponen impugnar de raíz tanto su génesis como su función original.

La argumentación que dan las teorías dominantes para justificar esto es que la libre disposición de la máquina de hacer dinero por parte del Estado facilita e, incluso, estimula un exceso de oferta monetaria que conduce indefectiblemente a la inflación. Y puesto que el control de la inflación es el único objetivo del BCE, la prohibición de financiar a los Estados es un instrumento fundamental para alcanzarlo. Además, dicen, la desregulación del movimiento de capitales y la creciente sofisticación tecnológica y contractual de los mercados financieros no sólo facilitan el acceso al crédito, sino que regulan eficientemente los tipos de interés impuestos a cada Estado en función de su situación presupuestaria y financiera, lo que supone una manera de forzarlos a reducir sus déficits y sanear sus cuentas, haciéndolas viables y ajustadas a su capacidad impositiva y económica real.

Estos argumentos evidencian dos mistificaciones. Por un lado, no es cierto que los mercados financieros mundiales funcionen exclusivamente a partir del análisis objetivo y racional de la situación de las cuentas públicas de los Estados o las balanzas de pagos de sus economías. Estos mercados, como cualquier otro, están formados por agentes concretos cuyo poder individual es mucho mayor de lo que las teorías ortodoxas suponen y cuyas estrategias y decisiones no responden siempre a los estímulos que plantean estos paradigmas. Bien al contrario, los activos crecientemente centralizados de los grandes fondos son capaces de hundir economías y divisas por razones puramente especulativas y, en ocasiones, remotamente relacionadas con los fundamentos económicos de sus cuentas públicas o su dinámica de acumulación. Los informes muchas veces erróneos y deliberadamente destinados a facilitar negocios especulativos de las llamadas agencias de calificación sobre la solvencia de ciertas instituciones financieras y países y su aberrante continuidad como supuesta referencia científica de la acción de los mercados evidencian la lejanía cada vez mayor entre la realidad económica y la acción supuestamente racional de los mercados crediticios (Rügemer, 2013).

La segunda mistificación tiene que ver con que la eficiencia en la asignación de recursos financieros a los Estados no es lo único que justifica la prohibición al BCE de prestar o comprar bonos. La posibilidad de abrir un espacio de rentabilidad para los capitales pri-

vados y para el negocio bancario es un elemento nada desdeñable. En efecto, cuando los Estados no pueden acudir al BCE como prestamista habitual (o ni siquiera como prestamista de última instancia en muchos casos), entonces deben acudir a los mercados para obtener la financiación que precisan. Es aquí cuando la especulación puede desempeñar un papel determinante a la hora de fijar los fondos disponibles y los tipos de interés, algo que puede resultar extremadamente perjudicial para ciertos Estados y que no siempre responde a su solvencia real o su capacidad de pago.

## **5. Ortodoxia frente a pragmatismo: el BCE antes y después del estallido de la crisis**

A pesar de lo estrictos e inamovibles que puedan parecer los principios rectores de funcionamiento del BCE que hemos descrito hasta aquí, lo cierto es que su rigidez no ha soportado la prueba histórica de la crisis. La política monetaria de esta institución ha cambiado radicalmente como consecuencia de la crisis, de manera que su gestión actual se compadece muy difícilmente con la desarrollada con anterioridad.

Para comprobarlo, vamos a realizar un repaso necesariamente breve de dos elementos: la política monetaria ordinaria del BCE antes y después del estallido de la recesión, por un lado, y los instrumentos de política monetaria extraordinaria implementados durante la crisis, por el otro.

### **5.1. La política monetaria ordinaria antes y después del estallido de la crisis**

La política monetaria ordinaria del BCE consta, básicamente, de dos variables y tres instrumentos. Las variables son:

- El control de la cantidad de dinero en circulación. Para ello, el BCE maneja la base monetaria y vigila la oferta monetaria principalmente a partir de la evolución del agregado M3 (Banco Central Europeo, 2011: 52-53, 85-87).
- El nivel de los tipos de interés. El BCE gestiona tres tipos de interés fundamentales para el funcionamiento del sistema financiero: el tipo de las operaciones principales

de refinanciación (tipo principal), utilizado en las operaciones de mercado abierto; el tipo marginal de crédito, destinado a la facilidades permanentes de crédito; y el tipo marginal de depósito, empleado en las facilidades permanentes de depósito (ibíd.: 101-124).

Para controlar estas dos variables, el BCE utiliza tres instrumentos monetarios: las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y las reservas mínimas (loc. cit.). Las operaciones de mercado abierto son subastas semanales de títulos de deuda del BCE a los bancos comerciales a un determinado tipo de interés que permiten absorber liquidez mediante la venta de bonos o inyectarla a través de su compra. El tipo que se aplica en estas operaciones (tipo principal) es la referencia más importante en los mercados financieros. Las facilidades permanentes, por su parte, son préstamos y depósitos a un día que el BCE concede a los bancos comerciales para ayudarlos en su actividad cotidiana mediante la inyección o la absorción de liquidez en situaciones de necesidad puntual. El aumento de los préstamos o la reducción de los depósitos harán crecer la cantidad de dinero en circulación, mientras que la disminución de los préstamos o la ampliación de los depósitos tendrán el efecto contrario. El tipo al que el BCE presta se denomina tipo marginal de crédito, y el que impone para los depósitos se denomina tipo de depósito. Por último, las reservas mínimas vienen establecidas por el coeficiente de caja, que es el porcentaje mínimo de los depósitos que el BCE obliga a los bancos comerciales a mantener como promedio de reservas. Un aumento de este coeficiente de caja reducirá la base de la que parte el proceso de creación de dinero bancario, lo que redundará en una disminución de la cantidad de dinero en circulación, mientras que una bajada del coeficiente tendrá el efecto contrario.

Si nos fijamos en la evolución de las tres categorías de tipos de interés y en la del coeficiente de caja en los últimos años (Tabla 1 y Gráfico 1) podremos comprobar cómo la crisis ha supuesto un cambio radical en la gestión del BCE, que se ha visto obligado a desarrollar una política monetaria hiperexpansiva inédita hasta la fecha. Desde los tipos al inicio de la existencia del euro (enero de 1999), pasando por los máximos históri-

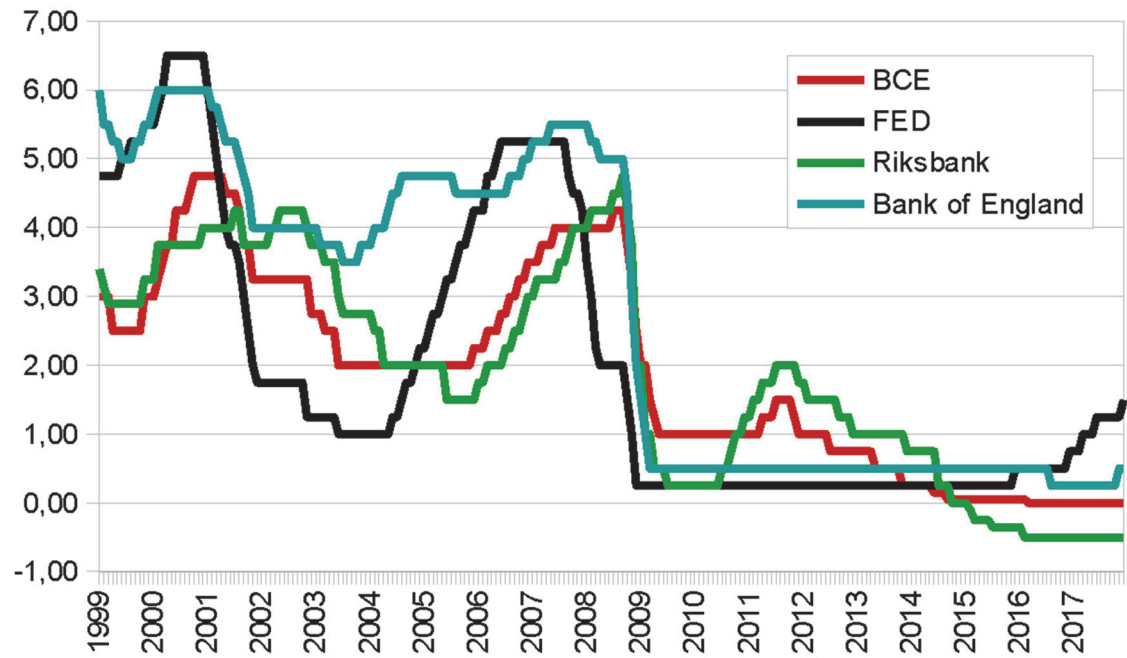


Tabla 1. Tipos de interés y coeficiente de caja del BCE, 1999-2010-2016.

	Enero 1999	Octubre 2010	Desde marzo 2016
Tipo principal	3,00%	4,75%	0,00%
Tipo marginal de crédito	4,50%	5,75%	0,25%
Tipo de depósito	2,00%	3,75%	-0,40%
Coeficiente de caja	2%	Desde enero de 2012: 1%	

Elaboración propia a partir de datos extraídos de [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).

Gráfico 1. Tipos oficiales del BCE, la Reserva Federal estadounidense, el Riksbank sueco y el Banco de Inglaterra (1999-2017).



Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) (main refinancing operations rates), [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) (intended federal funds rates), [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) (repo rates) y [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk) (bank rates).

cos (octubre de 2010) y hasta los mínimos actuales (desde marzo de 2016), la tendencia es evidente.

No obstante, el Gráfico 1 muestra cómo el BCE, como consecuencia de tener el control de la inflación como único objetivo de su gestión, ha desarrollado una política monetaria más conservadora o parsimoniosa que otros bancos centrales, lo que se ha traducido en una respuesta ante la crisis mucho más lenta y gradual. Sobre todo, en comparación con la de la Reserva Federal, que tiende a modificar su política monetaria con mucha mayor agilidad.

### 5.2. Políticas monetarias extraordinarias tras el estallido de la crisis

El estallido de la crisis ha supuesto un cambio de paradigma radical en el seno del BCE fácilmente observable no sólo en el manejo de los instrumentos de la política ordinaria que hemos visto, sino, sobre todo, en la frenética actividad de creación de nuevos instrumentos y herramientas inexistentes antes de la recesión y, sin duda alguna, enormemente alejados de los principios fundacionales del BCE.

Tabla 2. Políticas monetarias extraordinarias del BCE (2007-2017).

<b>2007-2010</b>	
Operaciones de liquidez adicional puntual (2007)	Swaps de divisas con la Fed
Enhanced Credit Support (2008-09)	Medidas de apoyo reforzado al crédito bancario: operaciones de financiación semanales a tipo fijo con adjudicación plena, ampliación del vencimiento de las LTROs de 3 a 6 meses y de 6 meses a 1 año, ampliación de los activos aceptados como garantía.
Covered Bond Purchase Programme (CBPP1) (jul 2009-jun 2010)	Programa de adquisición de fondos garantizados: 60.000 millones.
<b>2010-2012</b>	
Securities Markets Programme (SMP) (may 2010-sep 2012)	Compra de bonos privados y públicos (españoles e italianos, sobre todo) en mercados secundarios: 212.000 millones.
Covered Bond Purchase Programme (CBPP2) (nov 2011-oct 2012)	Programa de compra de bonos garantizados: 16.400 millones.
Long Term Refinancing Operations (LTRO) (dic 2011, feb 2012)	Operaciones ampliadas de 1 a 3 años: 489.000 millones, 500 bancos (dic 2011), 530.000 millones, 800 bancos (feb 2012)
Outright Monetary Transactions (OMT) (sep 2012)	Compra ilimitada de bonos públicos en mercados secundarios con condicionalidad a través del MEDE.
<b>2012-2017</b>	
Targeted Longer Term Refinancing Operations (TLTRO) (jun 2014)	Operaciones ampliadas a 4 años: hasta 400.000 millones.
Targeted Longer Term Refinancing Operations II (TLTRO-II) (mar 2016-mar 2017)	Operaciones ampliadas a 4 años: cuatro en total, hasta 740.000 millones.
Covered Bond Purchase Programme (CBPP3) (desde oct 2014)	Programa de adquisición de bonos garantizados: 212.000 millones.
Asset-Backed Securities Programme (ABSPP) (desde nov 2014)	Compra de activos, títulos y cédulas hipotecarias de los bancos comerciales: 23.500 millones.
Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) (desde jun 2016)	Compra de bonos corporativos: 66.600 millones.
Public Sector Purchase Programme (PSPP) (desde mar 2015)	Compra masiva de bonos públicos en mercados secundarios: 1,3 billones; 80.000 millones al mes (mar 2015-sep 2016, 60.000 (sep 2016-dic 2017).

Elaboración propia a partir de información extraída de [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).

La Tabla 2 ofrece una relación de las innovaciones más relevantes divididas en tres etapas distintas: 2007-10, 2010-12 y 2012-17. En la columna de la izquierda se indica la denominación de la medida en cuestión y, en la de la derecha, una somera descripción.

Esta descomunal y creciente batería de medidas multimillonarias destinadas a relanzar la actividad económica y a estimular la inflación suponen un enfoque radicalmente nuevo en la gestión monetaria del BCE que,

en muchos sentidos, conculca los principios fundamentales de esta institución. Para muchos, esta estrategia implica la rendición final del BCE ante la evidente incapacidad de la política monetaria convencional y la consecuente asunción de mecanismos y estrategias muy próximas a la expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*, QE).

No obstante, las posibilidades de continuidad de este tipo de políticas monetarias está crecientemente cuestionada, tanto por razones

económicas como políticas, dado el próximo relevo en la cúpula del BCE. Aunque no vaya a ser el único factor a considerar, como es obvio, la figura que finalmente se alce con la presidencia del BCE será un elemento clave en este sentido.

## 6. Conclusiones

El trabajo realizado, aunque solamente descriptivo en cuanto a las políticas concretas desarrolladas por el BCE, nos permite extraer una serie de conclusiones generales. En primer lugar, hemos visto cómo las bases teóricas del BCE se sustentan firmemente sobre los cimientos del paradigma ortodoxo. Este enfoque, que hemos criticado desde diversos puntos de vista, es clave para comprender la política monetaria ordinaria del BCE hasta el estallido de la crisis. En particular, hemos podido comprobar cómo sus principios dan pie a tres líneas que definen esencialmente la idiosincrasia original del BCE: la inflación como objetivo único, la independencia como institución y la prohibición de financiar o avalar a los Estados.

En segundo lugar, hemos comparado estas bases teóricas con las de otros Bancos Centrales de primer orden. En particular, hemos dirigido el foco sobre el BC más importante del mundo: la Reserva Federal. Sobre la base de los estatutos y textos fundacionales de ambas instituciones y también a partir de sus respectivas actuaciones empíricas ante la crisis, podemos concluir que el BCE es notablemente más parsimonioso —cuando no ortodoxo— que la Fed.

No obstante lo anterior, también hemos visto cómo el estallido de la crisis ha obligado al BCE a cambiar o suspender muchos de sus principios rectores esenciales. Desde la enorme flexibilización de los instrumentos y variables de política monetaria ordinaria hasta la implantación de inauditas medidas extraordinarias, parece obvio que el BCE ha tenido que rendirse ante las evidencias sobre la incapacidad de su marco habitual de gestión para hacer frente a la crisis. Aunque las reticencias para ello han sido obvias y no parece remoto una posible giro en esta tendencia, a día de hoy se puede afirmar que el BCE, para garantizar la supervivencia del euro, ha tenido que aprender a cuestionar sus propios principios.

## 7. Bibliografía

- Arrizabalo, X. (2014): *Capitalismo y economía mundial*, Instituto Marxista de Economía, Madrid.
- Balassa, B. (1961): *Teoría de la integración económica*, México DF, Uteha, (1964).
- Banco Central Europeo (2011): *La política monetaria del BCE*, Frankfurt, BCE.
- Banco de España (2007): *Historia de un banco central*, Madrid, Banco de España.
- Desai, M. (1989): *El monetarismo a prueba*. México DF, Fondo de Cultura Económica.
- Federal Reserve System (2016, 10ª de): *The Federal Reserve System Purposes & Functions*, Washington DC, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Fernández Álvarez, A. (1997): *Manual de economía y política de la Unión Europea*, Trotta, Madrid.
- Fernández, R.; Horcajada, N. (2002): *El Banco de España y la introducción del Euro*, Madrid, Banco de España.
- Fernández, A. et al (2003): *Política monetaria. Fundamentos y estrategias*, Madrid, Thomson Editores.
- Friedman, M. (1970): “The Counter-Revolution in Monetary Theory”, *Institute of Economic Affairs Occasional Paper*, 33.
- Friedman, M. (1968), “The Role of Monetary Policy”, *The American Economic Review*, 58 (1), pp. 1-17.
- Gamble, A.; Walton, P. (1976), *El capitalismo en crisis. La inflación y el Estado*, Madrid, Siglo XXI (1978).
- Mankiw, N. G. (2014, 8ª de): *Macroeconomía*, Barcelona, Antoni Bosch Editor.
- Montero, A. (2000): *Independencia del Banco Central y credibilidad: una retórica seductora*, Comunicación en la VII edición de las Jornadas de Economía Crítica.
- Requeijo, J. (2002): *Economía mundial*, Madrid, McGraw-Hill.
- Rügemer, W. (2013): *Las agencias de calificación: Una introducción al actual poder del capital*, Bilbao, Virus Editorial.
- Sampedro, J.L. (1976): *La inflación en versión completa*, Barcelona, Planeta.