

Monetización del déficit público y compra de deuda soberana por el BCE/SEBC.

(A propósito de la jurisprudencia Pringle-Gauweiler-Weiss del TJUE)

Sumario

-
En este trabajo se abordan algunas de las cuestiones que suscitan los programas de compra de deuda soberana de los países de la Eurozona por el BCE/SEBC desde la perspectiva de la teoría monetaria y político-constitucional. La línea jurisprudencial configurada por el TJUE en las Sentencias de los casos Pringle, Gauweiler y Weiss viene a consagrar una verdadera mutación constitucional en el seno de la UE, con sus ineludibles y bien conocidas secuelas en el marco constitucional de los Estados miembros. Se emplea en parte el enfoque de la teoría de juegos para llamar la atención sobre la impostura que supone la monetización de los déficits públicos de la Eurozona, que altera por completo la definición organizativa y competencial del BCE/SEBC, su independencia de los Gobiernos y la separación entre la política monetaria, por un lado, y la política económica/fiscal, por otro. Una respuesta jurisprudencial tan claramente alineada con los requerimientos decisionales supuestamente exigidos por la crisis de la moneda única abona el camino hacia medidas cada vez más incompatibles con la idea fundacional de la UE. Se sugiere, a modo de conclusión provisional, que más que la hiperactividad regulatoria materializada en la así llamada política monetaria acomodaticia, el funcionamiento de los mercados, incluida la reestructuración de deuda soberana, proporcionaría las herramientas institucionales adecuadas para disciplinar el comportamiento fiscal de los Estados miembros.

Abstract

-
This paper tackles both from the monetary policy perspective and the political and constitutional ones, some of the issues involved with the ECB/ESCB programs of public debt purchases in Eurozone bond markets. The ECJ doctrine settled by the Pringle, Gauweiler and Weiss decisions enshrines a constitutional mutation within the EU with inevitable side-effects for the member States' constitutional shaping. Game theory is partially applied to highlight the distortion disguised in the Eurozone's public deficit monetization which alters the original ECE/ESCB mission and powers, its independence from national Governments and the separation between monetary, on one side, and fiscal-economic policy, on the other. A case-law response so clearly aligned with the prompt reaction to the Single Currency crisis paves the way to convert exceptional measures into a day-to-day component of the ECB/ESCB toolkit, as it has effectively happened. The author upholds that, instead of a regulatory hyperactivity through the so-called accommodative monetary policy, markets mechanisms, public debt-restructuring included, provide with the institutional ability to discipline member States fiscal behavior

Title: Public deficit monetization and sovereign debt purchase by the ECB/ESCB. (On the occasion of the ECJ Pringle-Gauweiler-Weiss case-law)

-
Palabras clave: Déficit público, compra de deuda soberana, política monetaria, política fiscal, perfil constitucional del BCE/SEBC

Keywords: Public deficit, sovereign debt purchase, monetary policy, fiscal policy, ECB/ESCB constitutional regime

DOI: 10.31009/InDret.2020.i3.12

3.2020

Recepción
02/07/2019

-

Aceptación
24/10/2019

-

Índice

-

1. ***Introducción: todo el poder a los reguladores bancarios (el TJUE, en el ojo del huracán de la crisis de la Moneda Única)***

2. ***Los Programas de compra de deuda soberana en mercados secundarios por el BCE/SEBC: prolegómenos conceptuales y marco normativo-institucional***

2.1. El dinero, moneda y deuda/crédito: breves consideraciones sobre lo semiótico-representativo en relación con el valor

2.2. El dinero es creado de la nada por los bancos comerciales (al dar crédito a particulares y empresas) y por los Bancos Centrales (al recibir reservas de los bancos comerciales)

2.3. La creación de dinero por el sistema bancario mediante la compra de deuda pública por los Bancos Centrales

3. ***La polaridad entre Bancos Centrales y Gobiernos: política monetaria y política económica/fiscal***

3.1. Sentido, construcción y ruptura de un equilibrio: breve incursión en la teoría de juegos

3.2. El BCE/SEBC, la UE y los Estados miembros contra los mercados: ruptura de una polaridad constitucionalmente consagrada

3.3. Breve apunte: ¿por qué no un mecanismo paneuropeo de mercado para reestructuraciones de deuda soberana?

4. ***Glosas de la jurisprudencia Pringle-Gauweiler-Weiss del TJUE***

4.1. Los instrumentos intergubernamentales o extracomunitarios (MEEF/MEDE) y la reforma del art. 136 TFUE: la Sentencia Pringle

4.2. Anuncio del primer programa de compra de deuda soberana por el BCE/SEBC: la Sentencia Gauweiler

4.3. La ejecución y ampliación de los programas de compra de deuda soberana y confirmación de Pringle y Gauweiler: la Sentencia Weiss

4.4. Razones y contra-razones de una asimetría indispensable

5. ***Recapitulación final y la metáfora del caballo muerto***

6. ***Bibliografía***

-

“Las primas de riesgo de la deuda estatal reflejan no solo el riesgo de insolvencia de algunos países, sino también un riesgo del tipo de cambio, que en una Unión Monetaria no se puede producir teóricamente”.

JÖRG ASMUSSEN, miembro del Comité Ejecutivo del BCE
(Septiembre 2012)

“This is not the kind of money you can run out”

DICK FULD, *The last days of Lehman Brothers*
(Septiembre 2009)

1. Introducción: todo el poder a los reguladores bancarios (el TJUE, en el ojo del huracán de la crisis de la moneda única)*

El relevo al frente del BCE ya vino precedido, acompañado y seguido¹ por una larga serie de anuncios y contra-anuncios en torno a los programas de compra en mercados secundarios de deuda pública de los Estados de la Eurozona. Dicho relevo vino a coincidir con el vigésimo aniversario de la moneda única², al que se añade una coincidencia temporal más, la Sentencia del TJUE, recaída en el Asunto Heinrich Weiss, que vino a confirmar las líneas argumentales empleadas por el Tribunal en, al menos, dos precedentes. El debate sobre cuyo núcleo pretendo discurrir ahora se ha exacerbado con la crisis desencadenada por la emergencia del Covid-19³. Por si esto fuera poco, la reciente Sentencia del *Bundesverfassungsgericht* (Tribunal Constitucional alemán-BVG), de 5 de mayo de 2020⁴, no solo ha echado más leña al fuego, sino más propelente, en un tiro por elevación que sitúa la cuestión en el nivel que le corresponde y

* Autor de contacto: Alberto Ruiz Ojeda, alruiz@uma.es. Jean Monnet Module “Regulation and Regulated Sectors within the European Integration Process” (Ref.: 2008-2686). Este artículo se basa en una versión preliminar presentada como Comunicación en el X Conferencia Anual de la Asociación Española de Derecho y Economía (AEDE), celebrada en Oporto los días 27 y 28 de junio de 2019. Con especial agradecimiento y la habitual exención de toda responsabilidad a quienes han tenido la paciencia de leer un borrador de este trabajo y formular sugerencias: Juan Mora Sanguinetti, Marta Franch i Saguer, Rubén Manso Olivar, Mercè Darnaculleta i Gardella, Antonio Estella de Noriega, Marian Salvador Armendáriz, José Manuel Domínguez Martínez, Antonio Jiménez-Blanco, Juan Enrique Castañeda Fernández, José María López Jiménez y Jorge García-Andrade. Se han incorporado las observaciones de los evaluadores externos de la Revista, a quienes expreso también mi gratitud.

¹ La decisión de cesación del Programa de compra de activos se dio a conocer públicamente mediante la Nota de Prensa del BCE 13 de diciembre de 2018 (disponible en <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181213.es.html>), la de continuación en la Nota de Prensa del 7 de marzo de 2019 (disponible en <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307-7d8a9d2665.es.html>).

² Me permito destacar las consideraciones que hace sobre esta efemérides CABRILLO RODRÍGUEZ (2019). Como bien explica CABRILLO, debe considerarse como *dies a quo* el 1 de enero de 1999, fecha en que entraron en vigor de manera irrevocable los tipos de cambio de las divisas de los países que aceptaron el euro como moneda común. El propio Presidente del BCE ofrecía también hace poco una muy interesante recapitulación de las medidas de política monetaria, con ocasión del vigésimo aniversario del euro: cfr. DRAGHI (2019).

³ I. SCHNABEL (2020), miembro del Executive Board del BCE, anticipó en buena medida el relanzamiento de la política de compra de activos antes de que se declarase formalmente la pandemia y la que expuso con acierto los puntos de discrepancia que muy poco después quedaron plenamente patentes con la Sentencia del BVG: me refiero a su discurso del pasado 11 de febrero ante la Juristische Studiengesellschaft de Karlsruhe, ciudad donde tiene su sede el BVG.

⁴ La Sentencia está disponible en alemán en el siguiente vínculo: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Downloads/DE/2020/05/rs20200505_2bvr085915.pdf?__blob=publicationFile&v=7. Puede encontrarse una traducción al inglés (no oficial) en este otro: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Downloads/EN/2020/05/rs20200505_2bvr085915en.pdf?__blob=publicationFile&v=5.

que, a mi juicio, es el constitucional, tanto de los Estados miembros como de la misma UE. Había pensado, en suma, que se ponía por delante una ocasión propicia para compartir algunas reflexiones de orden general al hilo de los pronunciamientos del TJUE si bien, por elementales consideraciones de moderación expositiva, dejaré para una ocasión posterior el análisis de las principales consecuencias de esta última Sentencia del BVG⁵, a las que aquí solo me referiré de pasada. En definitiva, mi intención es la de aportar algo de discernimiento sobre la posición total alcanzada por el BCE/SEBC en el mercado de deuda pública que, a finales del mes de mayo de 2020, ha llegado a la astronómica cifra de 280.000 millones de euros⁶. Todo esto identifica, como bien se ha señalado⁷, bastantes de las claves de un debate fundamental del que, como digo, solo me ocuparé parcialmente.

A la vista de la más que posible consolidación de estas medidas en respuesta a los desastrosos efectos de la pandemia, se trataría de volver a plantear su supuesta disconformidad con el Derecho primario de la UE y la consiguiente necesidad de una reforma de los Tratados que, a su vez, requeriría un consenso político que, hoy por hoy, a cualquiera se le antoja inalcanzable. Esto comporta preguntarse si el respaldo del TJUE a los programas de compra de deuda soberana ha conseguido evitar el fracaso irreversible de la moneda única y, con ella, de la propia UE, o bien se ha limitado a retrasarlo. Para esto, habría que calibrar si los argumentos empleados por el TJUE en cuanto al fondo de la cuestión son aceptables en términos técnicos, tanto jurídicos como económicos, tarea que el propio TJUE ha facilitado notablemente al exponer con claridad conceptos complejos y difíciles de entender. No es exagerado pensar que el TJUE ha sido un agente destacado de la auténtica *mutación constitucional*⁸ con la que la UE respondió a la *Gran Recesión*, bien que mediante portentosos ejercicios de *gimnasia conceptual*⁹. Pero tampoco querría ocultar mi impresión de que los pronunciamientos del TJUE a los que me voy a referir aquí, que sientan jurisprudencia, tienen una consecuencia dura e inevitable: la actuación policial de los reguladores monetarios ha sustituido a la política, lo cual equivale a decir que la decisión de los reguladores es, por sí misma, ley. La policía monetaria, como toda forma de policía, consiste en “la expedición apresurada de los negocios que urgen, por vía de autoridad, sin debate”¹⁰; la política monetaria en la Eurozona ha sido durante el último decenio una sucesión de espasmos frente a la zozobra inminente de la moneda única. La cuestión podría ser si debemos aceptar que los *faits accomplis* se conviertan en norma. Si contestamos afirmativamente, los reguladores bancarios serían los nuevos *soviets* que, en una reedición de la proclama bolchevique, han exigido y obtenido todo el poder. Habríamos virado entonces hacia el más puro *decisionismo*, que convierte al marco constitucional –de la UE y de sus Estados miembros– en una mera profilaxis de los estados de emergencia¹¹ que, en lo que toca a las competencias del BCE/SEBC, conllevaría una apelación a la *técnica desnuda* para superar los condicionantes jurídicos de la realidad: *necessitas non habet legem*. En definitiva, nos hemos retranqueado un siglo para revivir la trascendental polémica entre H. KELSEN, por un lado, y C. SCHMITT y R. SMEND, por otro: ¿qué tiene prioridad, la integración en el cuerpo político o la

⁵ Debo limitarme a citar unos pocos de los muchos trabajos ya publicados (puede vaticinarse una auténtica avalancha en los próximos meses) sobre la Sentencia; me gustaría destacar los de SORIANO GARCÍA (2020), JIMÉNEZ BLANCO (2020) MANGAS MARTÍN (2020), CAPITANT (2020), ROCA FERNÁNDEZ (2020), SOMMA (2020), FERRARI ZUMBINI (2020) y CHESSA (2020).

⁶ Información disponible en el siguiente vínculo: <https://www.bankiaestudios.com/recursos/doc/estudios/20200601/junio/monitor-del-bce-030620.pdf>.

⁷ Considero particularmente ilustrativo el encuadre que ofrece, en términos de legitimidad constitucional y administrativa, JIMÉNEZ BLANCO (2014). Aconsejaría también, entre otros, el de DARNACULLETA I GARDELLA y LENEIRO BOHÓRQUEZ (2014, p. 194), donde se refieren al abuso de la “expertocracia”.

⁸ Me ha gustado este modismo empleado por TUORI y TUORI (2014, pp. 119 y ss.).

⁹ Tomo la expresión de TOMKIN (2013, pp. 169-190).

¹⁰ VILLAR PALASÍ (2018, p. 56).

¹¹ CARRILLO DONAIRE (2012) se refiere a la “normalización del derecho de excepción”.

coexistencia asimétrica mediante procedimientos? ¿Acaso la democracia no es más que una ficción, una mascarada?¹².

La mencionada Sentencia del TJUE, de 11 de diciembre de 2018, recaída en el Asunto C-493/17, Heinrich Weiss y otros, constituye una baliza jurisprudencial muy relevante, no tanto por los argumentos que contiene sino por la confirmación de los ya empleados anteriormente. Las respuestas a las cuestiones prejudiciales planteadas se alinean sin ambages con dos pronunciamientos que le precedieron sobre cuestiones análogas e íntimamente conexas, las Sentencias de los casos Pringle (de 27 de noviembre de 2012, Asunto C-370/12) y Gauweiler (de 16 de junio de 2015, Asunto C-62/14).

De este modo, el TJUE se ha pronunciado en relación con todo el arco de medidas de respuesta a la crisis de la Eurozona, desde los mecanismos externos a la propia UE, de carácter intergubernamental, para la asistencia financiera a los Estados miembros y a sus entidades de crédito, hasta los programas de compra de deuda pública por parte del BCE/SEBC. Para llevar un cierto orden discursivo, será preciso exponer primero con brevedad el contexto, contenido, sentido y alcance de los citados programas de compra, de los problemas de encaje en el Derecho primario de la UE y de las pretendidas disconformidades de estos programas con la estructura organizativa y competencial de las instancias de la UE, junto con su relación con los mecanismos de estabilidad mencionados; pero esto requiere algunas explicaciones preliminares sobre el dinero, la moneda y el crédito (y, por tanto, la deuda, sea o no pública) y el papel esencial de lo semiótico-representativo, que ofrezco en un parco subepígrafe. Me detendré posteriormente en el análisis de una de las pilastras de la UE, la polaridad entre el BCE/SEBC, por un lado, y los Estados miembros y la propia UE, por otro, que, como sostengo, son reflejo de la segregación constitutiva de la política monetaria y de la política fiscal/económica. A continuación haré, para cada una de las tres Sentencias mencionadas, un resumen de los casos, del entramado contradictorio de los argumentos de las partes y de las soluciones aportadas por el TJUE. Para terminar, sugeriré algunas de las consecuencias a las que llevaría este itinerario de consagración monetaria de la deuda pública, no solo en relación con las cuestiones suscitadas por los litigios resueltos, sino también respecto de otras guías maestras de la arquitectura del euro.

Con la intención de dar a este estudio un alcance razonable, dejo sin abordar -o, como mucho, quedarán solo apuntadas- gran parte de las derivaciones que presentan los programas de compra de deuda soberana, tanto en la actividad económica real como en el ámbito del rico debate teórico que se ha suscitado¹³. No me ocuparé de otras vertientes de la intervención del BCE/SEBC a través de programas de compra de activos, concretamente de títulos de deuda del sector privado.

¹² Una reseña brillante del debate Kelsen-Schmitt puede encontrarse en Tajadura Tejada y De Miguel Bárcena (2018, especialmente, pp. 282-283); para la controversia entre Kelsen y Smend, véase Kelsen (1997).

¹³ Una de las discusiones más encendidas, tal vez sea la suscitada con ocasión de la denominada Teoría Monetaria Moderna (TMM); me ha parecido un análisis certero, a la vez que asequible para no especialistas y con una orientación crítica, el de Rallo Julián (2017).

2. Los programas de compra de deuda soberana en mercados secundarios por el BCE/SEBC: prolegómenos conceptuales y marco normativo-institucional

2.1. El dinero, moneda y deuda/crédito: breves consideraciones sobre lo semiótico-representativo en relación con el valor

El lenguaje y la técnica contables distinguen entre *partidas monetarias* y *no monetarias*. Estas últimas registran contablemente la titularidad de bienes, derechos y recursos, tangibles (materiales) o intangibles (inmateriales), que sirven de soporte a una actividad económica: por ejemplo, la maquinaria para fabricar pan (material) o una patente (inmaterial). Las partidas monetarias, de activo o de pasivo, recogen contablemente el derecho o la obligación de percibir o de pagar a otro una cantidad de dinero. El dinero es un tipo de activo financiero (para el obligado al pago, un pasivo financiero), o sea, una deuda y, por tanto, tiempo, en el sentido de diferimiento de un capital presente hacia el futuro basado en la confianza en la obtención de algo cuyo valor es medido en determinadas unidades de cuenta o unidades monetarias. Quien tiene dinero tiene tiempo, en el sentido de que ha adquirido algo que le permite obtener en el futuro una serie más o menos amplia de utilidades –en forma de bienes y servicios- de otro u otros que, cuando sean percibidas de manera efectiva, serán intercambiadas por el dinero. Así pues, cuando decimos que tenemos dinero, nos referimos a que alguien nos debe una cantidad determinada de unidades de cuenta que son convertibles –equivalentes- en cierta cantidad y calidad de bienes y servicios. Cualquier deuda puede ser dinero siempre que se cumplan dos condiciones básicas: que venga expresada o pueda ser expresada en unidades de cuenta y que sea aceptada en un ámbito grupal, más o menos amplio, de relaciones económicas como instrumento de cambio para la obtención de bienes y servicios. Resulta crítico entender esto porque el dinero no es tanto -aunque lo sea- aquello que el dinero hace o permite hacer (perspectiva funcional) sino, ante todo y en un sentido plenamente causal, aquello que el dinero significa (perspectiva simbólica): *money is (and makes) what money means*.

El valor es algo tan fundamental como difícilmente aprehensible, de ahí la necesidad de echar mano de algo que lo signifique. Pero, en este caso, la relación entre el significante (signo) y el significado es una relación performativa, no solo representativa: el valor es causado y no meramente significado por el signo. El dinero, en tanto que signo de valor, lo genera, lo representa o instrumenta, lo aprehende y, en consecuencia, lo hace transmisible e intercambiable, al tiempo que lo preserva y permite reservarlo para un futuro, es decir, proyectarlo en el tiempo. Así se explican las tres funciones tradicionalmente atribuidas al dinero, a las que muy pronto nos referimos. Pero, para hacer posible la creación de valor, el signo monetario debe también representar la destrucción de valor; cobra así pleno sentido, en el contexto del dinero, la idea schumpeteriana de la destrucción creativa¹⁴: el valor no puede progresar, crecer, sin mostrar y hacer efectiva la pérdida de valor mediante correcciones consistentes en la patencia del fracaso. La prohibición de financiación de los Estados miembros por el BCE/SEBC, también mediante la compra de deuda soberana, junto con el mecanismo de mercado para la reestructuración de esta, hacen posible la aplicación destructiva/creativa del signo monetario.

Podríamos también denominar este modo de visionar el dinero como la *perspectiva sacramental*: el dinero produce los efectos que le son propios solo cuando es un signo eficaz para causarlos, o sea, el dinero es dinero y hace aquello que el dinero hace en tanto en cuanto significa tales efectos y, al significarlos, los causa y, precisamente porque los causa, los significa (*moneta significando efficiunt*, podríamos decir). Este curioso enfoque concomitante sería un trasunto de

¹⁴ Cfr. SCHUMPETER (1975, pp. 82-85).

la definición teológica de sacramento: signo sensible que realiza, en cuanto causa, el efecto que significa¹⁵. El whisky contiene un 98% de agua, pero el whisky, aunque sea de la mejor calidad, no es un signo apto para el bautismo, ya que el efecto propio de este sacramento es *lavar* a quien lo recibe de la mancha del pecado y el *común de las personas* no usa el whisky para lavarse, sino para otros menesteres. Así pues, como el whisky no significa el efecto de lavar, no puede producir el efecto propio del sacramento del bautismo, que es lavar y, precisamente porque el whisky no lava, no significa la acción y efecto de lavar. El agua, empleada común y generalmente para lavar, produce, en cuanto signo, el efecto sacramental de lavar la mácula del pecado y, en cuanto que lo hace, lo significa.

Se habrán percatado de que he introducido un factor nuevo al referirme al *común de las personas*, y con esto no solo me refiero a la aceptación generalizada del signo y de su significado sino, además, al uso también generalizado del signo con ese significado y efectos. Así pues, el dinero es dinero porque consiste en un signo que es empleado en un grupo o comunidad para producir los efectos del dinero. Cuando el dinero pierde su significado como tal –o se debilita–, deja de cumplir –o comienza a dejar de cumplir– las funciones propias del dinero. El componente del consenso, plasmado en la aceptación y en el uso generalizado de cualquier cosa tiene como sustento algo crucial en todo signo: la confianza¹⁶ o, lo que es lo mismo, una relación social de crédito y deuda¹⁷. Resulta fundamental entender que el dinero es dinero porque constituye un signo *eficaz en un contexto grupal para causar sus efectos*; es decir, solo en el seno de una comunidad –más o menos amplia– de usuarios/aceptantes puede un activo financiero convertirse en dinero. El dinero, como todo *signum demonstrativum*, es fruto de una representación ejercida, producida y admitida en un grupo humano, y esa representación es actuada, hecha efectiva, grupalmente. La dinámica de los signos es representativa porque la representación genera el signo, lo modifica y, en su caso, lo vacía, esto es, le hace perder vigencia. Pero también porque los actos y hechos en que consiste la representación generan sus efectos propios: cada vez que pago con dinero represento un signo, lo hago efectivo, extingo una deuda que, simultáneamente, es dada por extinguida, efectos todos ellos que son socialmente oponibles –en el sentido de tenidos por plenamente eficaces– *erga omnes*, como nos gusta decir en jerga legal. Así, quien no paga una deuda exigible incurre en mora (la *mora debitoris*) pero, asimismo, quien se niega a recibir el pago y a dar la deuda por saldada también incurre en mora (la *mora creditoris*). La representación *no funciona* cuando el signo no es aceptado y, por tanto, el signo no produce sus efectos y esta causación es recíproca y circular, en palabras de CASTAINGTS, se trata de una “causalidad recursiva”¹⁸. Como toda deuda, el dinero constituye, ante todo, una verdadera *relación semiótica* o de significado entre acreedor (el tenedor del dinero) y deudor (el emisor del dinero), pero también entre uno y otro y quienes aceptan que con esa deuda se puedan pagar otras deudas. En definitiva, el dinero como institución es una modalidad de representación social que, como diría CASTAINGTS, “implica lo sagrado”, “un sagrado del más acá: un sagrado profano”¹⁹.

¹⁵ Para un contraste de esta definición que propongo con la oficialmente formulada por la Iglesia Católica Romana véanse, en concreto, los puntos 224 y 238 del *Catecismo de la Iglesia Católica (Compendio)*, Asociación de Editores del Catecismo, Ciudad del Vaticano 2005, que se corresponden, respectivamente, con los puntos 1113-1131 y 1153-1155 y 1190 del *Catecismo de la Iglesia Católica*, Asociación de Editores del Catecismo, Ciudad del Vaticano 2005. Permítanme referirme, aunque solo sea de pasada, a un debate teológico –y en gran medida también filosófico– que estimo muy sugerente y que me ha ayudado a entender la naturaleza esencialmente simbólica del dinero, que podríamos denominar como el de la discusión acerca de la prevalencia del signo en los sacramentos, centrada en gran parte en las aportaciones de RAHNER (1967): cfr., para una visión general de la controversia, TAPPEINER (1975), ORDEIG CORSINI (1981), CLASBY (1993), SCHLESINGER (2013).

¹⁶ De manera certera y condensada ha dicho recientemente YASUYUKI HIROTA (2019) que “es el puro consenso humano que da valor al dinero”.

¹⁷ Cfr. RYAN-COLLINS, GREENHAM, WERNER y JACKSON, (2012, pp. 33-34).

¹⁸ CASTAINGTS TEILLERY (2017, p. 25).

¹⁹ CASTAINGTS TEILLERY (2017, p. 29).

DUARTE²⁰ ha expresado esta función significativa del dinero²¹ insertada en algo que, con toda lucidez, él denomina “elementos estructurales” de todo “sistema monetario” y que son cuatro:

- a) Una unidad monetaria o unidad de cuenta: por ejemplo, el euro, la libra esterlina o el franco suizo.
- b) Uno o varios soportes monetarios, típicamente los billetes y las monedas, pero también una anotación en cuenta corriente, ejemplo este último de *dinero escriturario* (*fountain pen money*), al que enseguida me referiré.
- c) Uno o varios productores de soportes monetarios, esto es, quienes emiten, acuñan o crean dichos soportes: los Bancos Centrales y los Estados (para los billetes y monedas metálicas) y los bancos comerciales (para el *dinero escriturario*).
- d) Una comunidad monetaria o conjunto de personas que emplean la moneda como medio de pago comúnmente aceptado, que pueden identificarse o no con quienes están integrados en unidades políticas; así, el dólar estadounidense y el euro –este último en menor medida–, se emplean habitualmente como medio de pago por quienes no son ni ciudadanos estadounidenses ni europeos y, además, en lugares bien remotos y dispares.

Este enfoque semiótico no solo resulta consistente con el funcional, sino que permite contextualizar de manera interrelacionada las tres funciones simultáneas del dinero²²: medio de cambio, reserva de valor y unidad de cuenta²³. Importa mucho entender la interrelación y simultaneidad de las funciones entrelazadas en el dinero como signo causal del valor, para crearlo, transmitirlo y preservarlo. Esto quiere decir que: *i*) el dinero me sirve para instrumentar transacciones (intercambiar) y satisfacer mis necesidades en un entorno especializado (cada uno hace o produce lo que mejor sabe y puede); *ii*) esto solo ocurre porque tengo una referencia valorativa (una unidad de cuenta) para todo aquello que es o puede ser intercambiado o adquirido; y *iii*) la posibilidad de intercambiar sobre una base valorativa unitaria común me permite, a su vez, el diferimiento temporal del intercambio y, por consiguiente, reservar un valor para satisfacer mis necesidades futuras. El debilitamiento o desaparición de la confianza, del consenso representativo de la causa simbólica, provoca toda una suerte de consecuencias encadenadas: la reducción o cese de transacciones dinerarias, la utilización de referencias valorativas alternativas y la rebaja o pérdida completa del valor reservado.

Hemos dicho que el dinero es deuda, pero no toda deuda es dinero. Es más, no toda deuda expresada en una unidad de cuenta reconocida como tal y que puede ser intercambiada por bienes y servicios es dinero, sino solo aquella deuda que entra en el contexto representativo propio del dinero y que convierte a esa deuda en un soporte monetario o plenamente asimilado a cualesquiera otros soportes monetarios. Significa esto que una deuda puede ser empleada para el pago de otra deuda mediante el mecanismo de la cesión de créditos, pero esta cesión no hace por sí sola que la deuda/credito cedido sea dinero; para eso se necesita su inserción en el entorno simbólico y sistémico monetario, con la consiguiente causación de los efectos

²⁰ DUARTE (2016). Encontrarán una reseña de este trabajo en RUIZ OJEDA (2017). DUARTE ofrece el desarrollo de otros aspectos en (2018), también reseñado por RUIZ OJEDA (2018).

²¹ Aconsejo también muy vivamente el trabajo de CASTAINGTS (2017), aunque advierto que puede resultar de no fácil lectura.

²² Sigo aquí las excelentes explicaciones de MCLEAY, RADIA, y THOMAS (2014a) y (2014b).

²³ Según apuntan RYAN-COLLINS, GREENHAM, WERNER y JACKSON (2012, p. 29) puede hablarse de una cuarta función del dinero, la de pago final o instrumento de conversión de todo tipo de deudas (*final payment* o *settlement*), sean o no dinerarias, si bien esta función se considera incluida o subsumida en la función de unidad de cuenta.

específicos del dinero. En sentido propio, la moneda es un dinero (una deuda) grupal o socialmente aceptada para producir simbólicamente –esto es, en términos representativos- los efectos propios del dinero, consistentes en la creación, transmisión y conservación del valor.

Si el dinero es una deuda o activo financiero que pasa a ser moneda mediante la convención grupal o social consistente en su aceptación generalizada como medio de pago, la moneda se convierte en una divisa (*currency*) a través de su conexión con la estructura fiscal de un grupo político. Tal conexión se establece cuando la instancia que impone y recauda los tributos declara que la moneda aceptada como medio de pago entre los miembros de esa comunidad tributaria es la única admitida para el pago de tributos. De esta forma, quien exacciona los tributos pasa a ser otro miembro más de la comunidad monetaria, ya que adquirirá los bienes y servicios a que se destinan los tributos recaudados, precisamente, con la misma moneda con que lo hacen todos los demás componentes de la comunidad monetaria. Las divisas son, pues, las monedas de *curso legal* (*legal tender*), declaradas y reconocidas como medios solutorios para cualquier tipo de deudas, públicas (tributos) y privadas. De este modo, el sentido de causación de valor del signo monetario se muestra con toda su fuerza porque no se ve limitado por la circunstancia de que quien lo recibe lo acepte subjetivamente como medio de pago, sino que produce dicho efecto solutorio incluso aun cuando no se dé tal aceptación subjetiva: recordemos la noción de *mora creditoris*. Quiere esto decir que la acción colectiva o grupal juega un papel fundante en la significación causal del dinero, ya que objetiviza algo que, de otra forma, dependería en exclusiva del asentimiento bilateral e individual, que no está en absoluto ausente, pero que no es capaz por sí solo de prevalecer sobre los efectos causales propios del signo dinerario. No debe extrañarnos que, dada esta configuración del dinero, haya factores de la dinámica colectiva o grupal como son los mecanismos de gobernanza monetaria, fiscal y económica que jueguen un papel crucial en la estructura representativa del dinero. Es nuestro propósito prestar atención a estos componentes.

La acuñación de una divisa no es otra cosa que la plasmación gráfica, realizada con la emisión del soporte monetario (un billete, por ejemplo), de esa vinculación entre el régimen de intercambios grupales extrafiscales y la dinámica fiscal, lo cual suele hacerse con la imprimación de la efigie real o presidencial o de una figura histórica o culturalmente relevante, o bien con otros motivos que evocan la identidad grupal o social. La acuñación/emisión manifiesta que la divisa queda respaldada por la estructura fiscal del acuñador/emisor, al tiempo que sirve para otra cosa fundamental: limitar el *señoreaje*, es decir, el beneficio que el acuñador/emisor obtendría con la sobre-emisión de soportes monetarios. Ese beneficio, también denominado *impuesto inflacionario*, sería la diferencia entre el valor de aquello que el acuñador/emisor puede obtener con los soportes monetarios que sobre-emite y el coste de la acuñación/emisión (en el caso de los billetes, un coste insignificante). Esta limitación del *señoreaje* se comprende si entendemos que la puesta en circulación de soportes monetarios en cantidad excesiva provoca una sobre-oferta de dinero y la consiguiente pérdida de valor de toda la masa monetaria en circulación, lo cual supone que el dinero procedente de la recaudación fiscal también lo pierde y, con esa pérdida, se reduce la capacidad de compra de bienes y servicios del acuñador/emisor, con la eliminación –al menos parcial- de los beneficios del *señoreaje*.

Pero la conexión entre el sistema monetario y la estructura fiscal –que convierte a la moneda en divisa- no solo se verifica mediante la técnica de la declaración de una moneda como de curso legal, sino también a través del endeudamiento público -del contraído por quien impone los tributos-, cuando se dan determinadas circunstancias. Me ocuparé de esto tras prestar atención a la creación de dinero por el sistema bancario.

2.2. El dinero es creado de la nada por los bancos comerciales (al dar crédito a particulares y empresas) y por los Bancos Centrales (al recibir reservas de los bancos comerciales)

La peculiaridad de los bancos comerciales en relación con los restantes prestamistas no radica en prestar un dinero propio. Tampoco en prestar dinero ajeno, aunque lo hagan a modo de intermediarios financieros (reciben depósitos por un lado y dan créditos por otro). La verdadera especialidad de los bancos consiste en ser los únicos operadores económicos que prestan un dinero que es creado al ser prestado, o sea, en crear dinero de la nada por el mero hecho de prestarlo. Cada vez que un banco da crédito, crea dinero por el importe del crédito, cada vez que se cancela, total o parcialmente, un crédito con un banco, se destruye dinero por el mismo importe de la cancelación. Se trata, como hemos adelantado, del dinero escriturario que, en términos cuantitativos, constituye la parte abrumadoramente mayoritaria de la masa monetaria en circulación: en la Eurozona, fluctúa entre el 94 y el 95%²⁴. El dinero escriturario es un soporte monetario que consiste en una simple anotación en el balance de los bancos comerciales y su fundamento está en la propia reserva legal de que es objeto la actividad bancaria, de la que deriva un privilegio contable conferido en exclusiva a los bancos. Hasta donde nuestro conocimiento alcanza, no existe ninguna declaración normativa expresa, sea cual sea su rango, que autorice o proclame esta función de creación de dinero por los bancos, pero es una consecuencia ineludible y que va implícita en el indicado régimen de restricción del acceso por parte de los bancos a la constitución de depósitos y la dación de crédito al público, como a continuación explicamos. En Derecho español, el art. 3.1 de la vigente Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito²⁵, declara que “Queda reservada a las entidades de crédito que hayan obtenido la preceptiva autorización y se hallen inscritas en el correspondiente registro, *la captación de fondos reembolsables del público*, cualquiera que sea su destino, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas” (la cursiva es mía); de esto se deriva la prohibición expresa, contenida en el párrafo 3 del propio art. 3, “a toda persona, física o jurídica, no autorizada ni registrada como entidad de crédito el ejercicio de las actividades legalmente reservadas a las entidades de crédito y la utilización de las denominaciones propias de las mismas o cualesquiera otras que puedan inducir a confusión con ellas”.

Es importante captar el matiz de que los bancos no solo reciben depósitos (*a la vista*, es decir, reembolsables *a simple demanda* del depositante), sino que también constituyen depósitos para instrumentar el desembolso o puesta a disposición de los préstamos que otorgan a sus clientes o prestatarios. Es en esta operatoria masiva y no en la recepción de depósitos de dinero procedente de otro banco donde se concentra la creación de dinero bancario. Dicho brevemente: mientras que los depósitos recibidos por los bancos “reubican” el dinero (que pasa de un banco a otro), los constituidos para desembolsar los préstamos otorgados a los prestatarios del banco –o sea, para poner a su disposición el préstamo concedido– crean dinero.

²⁴ Véase el apartado 6.1 (pp. 69-70) del *Informe Anual 2018* del BCE, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018-d08cb4c623.es.html#toc28>.

²⁵ Esta Ley traspone la Directiva 2013/36/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión (que, a su vez, modificó la Directiva 2002/87/CE y derogó las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, cuya transposición al Derecho español se inició con el Real Decreto-Ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la UE en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras). Según el art. 4.1.1) del Reglamento (UE) n° 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, también de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, un banco o entidad de crédito es “una empresa cuya actividad consista en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia”. Por su parte, el art. 9.1 de la citada Directiva 2013/36 prescribe que “Los Estados miembros prohibirán a las personas o empresas que no sean entidades de crédito el ejercicio, con carácter profesional, de la actividad de recepción de depósitos u otros fondos reembolsables procedentes de particulares”.

Tanto el dinero “reubicado” como el dinero creado pertenecen a los depositantes, de ahí que el banco lo contabilice en ambos casos como un pasivo (como un recurso ajeno). El contravalor del depósito recibido es una cuenta de activo -concretamente de tesorería, de efectivo- del propio banco (que puede disponer de él, por ejemplo, para dar préstamos a terceros), y el contravalor del depósito constituido al desembolsar un préstamo también es una cuenta de activo, pero no de tesorería, sino de activo financiero. Nos percatamos así de que, por ministerio de la ley y con base en la reserva de actividad, los bancos están habilitados para disponer como propio del dinero recibido en depósito y para mantener en su balance, mediante la constitución de depósitos, el dinero prestado a sus clientes/prestatarios. Este es, digámoslo una vez más, el sentido de la reserva de actividad. Nos interesa especialmente por qué y cómo crean dinero los bancos y no tanto cómo intermedian con él, pero esas dos vertientes no solo comparten fundamento legal (la reserva de actividad), sino que se basan en el mismo privilegio: la disposición del dinero del cliente, con su correspondiente tratamiento contable privilegiado, al que nos acabamos de referir y del que trataremos en lo tocante al fenómeno de creación del dinero mediante el otorgamiento de crédito por los bancos.

Según WERNER²⁶, el privilegio consiste en la excepción a una de las así denominadas *reglas del dinero del cliente* (*client money rules*), en concreto, la que obliga a quien emplea, gestiona o recibe dinero ajeno a registrarlo fuera de su contabilidad y a depositarlo en una cuenta de efectivo de un tercero, o sea, fuera de sus activos y pasivos. Veamos brevemente y con un sencillo ejemplo la crucial diferencia del tratamiento contable del préstamo de dinero en el caso de un no-banco y de un banco.

Los estados contables de quien, sin ser un banco, otorga a otro un préstamo no experimentan ninguna variación cuantitativa entre el antes y el después de otorgar y desembolsar el préstamo: adquiere un activo (un derecho de cobro frente al prestatario) y experimenta la salida de otro activo de su balance por el mismo importe (el dinero prestado, que pasa a manos del prestatario). Pero, como hemos anticipado, si quien presta es un banco, no se produce contablemente el surgimiento de un nuevo elemento del activo (el préstamo concedido) y la salida de otro (del dinero prestado), ambos por el mismo importe (con la consiguiente compensación de uno y otro). En efecto, el banco registra contablemente la operación de préstamo mediante un nuevo activo (el préstamo concedido) con el contravalor de un nuevo pasivo (un depósito aperturado en el propio banco a favor del prestatario); por este motivo, el balance del banco no queda igual que antes de otorgar y desembolsar el préstamo, sino que “se expande” en sus dos lados, el del activo (préstamo concedido) y el del pasivo (depósito abierto al prestatario). En el siguiente esquema²⁷, reflejamos el funcionamiento de los estados contables [hemos sombreado el área de la contabilidad simplificada del banco comercial en la que se produce el “crecimiento” de su balance]:

²⁶ (2014b, pp. 71-77). Véase también WERNER (2014a) sobre el debate en la literatura económica de la creación de dinero por los bancos. No deja de sorprender que MCLEAY, RADIA, y THOMAS, que hacen una explicación excelente de la creación de dinero por los bancos comerciales, no hagan ninguna referencia a la excepción contable que permite dicha creación: véase (2014, p. 11) y (2014b, p. 16).

²⁷ Lo tomamos de WERNER (2014b, pp. 72-74). También seguimos a RYAN-COLLINS, GREENHAM, WERNER, y JACKSON (2012, pp. 62-63).

ANTES del otorgamiento y desembolso del préstamo

DESPUÉS del otorgamiento y desembolso del préstamo

EMPRESA NO-BANCO

ACTIVO	PASIVO
Dinero en efectivo 1.000€	Capital social 1.000€

ACTIVO	PASIVO
Préstamo 1.000€	Capital social 1.000€

BANCO COMERCIAL

ACTIVO	PASIVO
Dinero en efectivo 1.000€	Capital social 1.000€

ACTIVO	PASIVO
Dinero en efectivo 1.000€	Capital social 1.000€
Préstamo 1.000€	Depósito del prestatario 1.000€

Si me permiten la comparación, es como si un vendedor de naranjas vendiera una de las que tiene en su saco a un cliente pero, por virtud de la propia venta, la misma naranja permaneciera, simultáneamente, dentro del saco y en las manos del comprador; en definitiva, la venta de naranjas sería realmente una operación de creación de naranjas de la nada. Ya hemos visto que el dinero tiene, en cierto modo, algo de sacro y de taumatúrgico, pero ahora nos damos cuenta de que, *en términos de valor*, que es la perspectiva propia del dinero y de la contabilidad, sucede exactamente así con tal de que, contablemente, la operación se realice del modo que se acaba de explicar: cada vez que vendo una naranja, se crea una naranja nueva, cada vez que presto un euro, se crea un euro nuevo. Así pues, más que prestar dinero (vender naranjas), los bancos crean dinero (naranjas) de la nada cada vez que lo prestan.

Ya he dicho que la fundamentación normativa de un fenómeno tan relevante es inexistente, salvo que queramos darle consideración normativa –discusión en la que no podemos detenernos ahora²⁸- a los estándares contables emitidos por las instancias de regulación bancaria –sean o no los propios Bancos Centrales- sobre el particular²⁹.

Pero la creación *ex nihilo* de dinero no solo tiene lugar en el ámbito de las relaciones entre los bancos y sus prestatarios o acreditados, sino también en el de las relaciones entre los bancos comerciales y sus Bancos Centrales respectivos³⁰. El mecanismo sobre el que se asienta es también de carácter meramente contable y en cierto modo parecido al que hemos descrito. Se trata ahora de la constitución o incremento de las reservas de los bancos comerciales en sus Bancos Centrales: cuando esto sucede, el Banco Central registra en su balance un activo (el dinero depositado por un banco comercial) y un pasivo (una cuenta de reservas a favor del banco comercial en el Banco Central). Así pues, el balance del Banco Central “se expande”, tanto por el lado del activo como del pasivo. Como enseguida explicamos, es importante tener en cuenta que el dinero creado en este nivel no está disponible para los operadores económicos ordinarios, ya que va destinado a nutrir la operatoria entre los Bancos Centrales y sus bancos comerciales, así como la de los bancos comerciales entre sí.

²⁸ Es merecidamente célebre y bien conocido, sobre este particular, el trabajo de FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ (1984).

²⁹ Puede verse, en el caso del Banco de España, la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros. El régimen contable es universalmente aplicado en el ámbito bancario; para un mayor detalle explicativo, es aconsejable consultar el Capítulo 7 del *Manual* (actualizado a marzo de 2019) de la Financial Conduct Authority (FCA) británica, sobre “Client money rules”, disponible en: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/CASS/7.pdf>.

³⁰ Una explicación asequible y completa del funcionamiento de las reservas en los Bancos Centrales, también en lo que afecta a la creación de dinero, se encontrará en la web de la organización sin ánimo de lucro POSITIVE MONEY: <https://positivemoney.org/how-money-works/advanced/how-central-banks-create-money/>. Me baso también en RYAN-COLLINS, GREENHAM, WERNER y JACKSON (2012, pp. 64-71), así como en el documento de la organización no lucrativa SENSIBLE MONEY, *How Banks Create and Destroy Money. A Guide to the Eurozone Monetary System*, 2012 (Segunda Edición revisada), 28 pp.

Empleamos de nuevo un diagrama³¹ con balances simplificados para mostrar gráficamente el “crecimiento” del balance del Banco Central cada vez que se incrementa el volumen de reservas de un banco comercial [sombreamos también el área de la contabilidad simplificada del Banco Central en la que se produce el “crecimiento” de su balance]:

ANTES de la constitución de la reservas		DESPUÉS de la constitución de las reservas	
BANCO COMERCIAL			
ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
Dinero en efectivo 1.000€	Depósitos clientes 1.000€	Reservas en el BC 1.000€	Depósitos clientes 1.000€
BANCO CENTRAL			
ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
Activos varios 1.000€	Reservas bancos 1.000€	Activos varios 1.000€	Reservas bancos 2.000€
		Dinero en efectivo 1.000€	

La funcionalidad actual de las reservas de los bancos comerciales en sus Bancos Centrales es algo más amplia y diversificada que la que tuvo inicialmente en el sistema de reserva fraccionaria. Las reservas, por una parte, constituían un fondo de respaldo para cubrir los desfases a los que da lugar la función de intermediación financiera (recibir depósitos a la vista y dar crédito a plazo); por otra, servían de contravalor a las entregas de efectivo –papel moneda– por los Bancos Centrales a los bancos comerciales con arreglo a las necesidades de la operatoria de estos³² (según hemos visto, dada la estrechez cuantitativa del volumen del dinero en efectivo, esta función es cada vez menos relevante). A estas aplicaciones se añadió enseguida la de hacer de las reservas un medio de intercambio financiero entre los bancos comerciales que juega un papel análogo al de los depósitos bancarios para los operadores económicos ordinarios; así, cuando un banco debe hacer un pago a otro para llevar a efecto una transferencia entre los clientes de cada uno de ellos, basta con que se lo comunique al Banco Central para que minore por el importe de la transferencia las reservas del banco transferente e incremente en la misma cantidad las del banco receptor. Pero, en nuestro actual sistema de dinero escriturario, la razón fundamental de las reservas tiene que ver con las herramientas para el ejercicio de la política monetaria por parte de los Bancos Centrales, o sea, para el control de la oferta monetaria, en definitiva, de la creación de dinero mediante el crédito bancario. Lo explicamos con brevedad³³.

Las reservas de los bancos comerciales en sus Bancos Centrales están concebidas como depósitos remunerados con un determinado tipo de interés, de manera que tal inmovilización no suponga un contraincentivo para la tenencia de reservas (los bancos podrían prestar ese mismo dinero y cobrar un interés)³⁴. Asimismo, los Bancos Centrales también prestan a los bancos comerciales cuando sus reservas no son suficientes para la atención de las necesidades de su operatoria. La tercera opción que tiene un banco para la cobertura de dichas necesidades

³¹ Un diagrama muy parecido al que proponemos aquí es el de SENSIBLE MONEY, op. cit., pp. 5-6.

³² Sigo aquí a MCLEAY, RADIA, y THOMAS (2014a, p. 11).

³³ Me baso ahora en la explicación de POSITIVE MONEY: <https://positivemoney.org/how-money-works/advanced/how-central-banks-create-money/>.

³⁴ Baste con mencionar algo que nos interesa ahora, como es la forma en que se instrumentan las reservas, que no es exactamente a través de depósitos, sino de los denominados acuerdos de recompra de activos (normalmente, títulos de deuda pública), denominados *repos (sale and repurchase agreement)*: véase la clara explicación que se ofrece en SENSIBLE MONEY, *How Banks Create and Destroy Money. A Guide to the Eurozone Monetary System*, cit., pp. 6-8.

es el llamado mercado interbancario, acudir a los otros bancos para que les presten, igualmente, con cargo a sus reservas en el Banco Central. Pues bien, los Bancos Centrales crean el denominado *pasillo de tipos de interés* mediante la fijación de los tipos de interés que pagan por las reservas (en la jerga, la *facilidad de depósito*) y el que los bancos pagan por los préstamos al Banco Central (en la jerga, la *facilidad marginal de crédito*). La determinación de estas dos clases de tipos de interés se conoce con el nombre de medidas *convencionales* de política monetaria³⁵. Es importante entender que el control de la masa monetaria, de la oferta de dinero, no se hace ni mediante la emisión de efectivo (billetes y monedas) por los Bancos Centrales ni del establecimiento de umbrales (mínimos o máximos) a la cantidad de crédito que pueden dar los bancos comerciales, sino a través de la determinación del precio del dinero, es decir, de los tipos de interés de las reservas y de los préstamos del Banco Central a los bancos comerciales. Esos dos tipos de interés proporcionan las referencias básicas (de ahí la denominación de *pasillo*) para los tipos de interés de los préstamos entre bancos comerciales (la tercera opción), el interbancario (en la Eurozona, el Euribor), que, a su vez, es la referencia básica para los tipos de interés de los créditos otorgados por los bancos comerciales a los operadores económicos. Así, con un ejemplo fácil, si el interés de las reservas es el 4% y el de los préstamos del Banco Central un 6%, es razonable que los bancos se presten entre sí al 5%, exactamente en la mitad de la banda o *pasillo* de tipos de interés: un banco estaría dispuesto a prestar a otro por algo más de lo que le pagan a él por sus reservas y algo menos de lo que le pediría el Banco Central.

Importa recordar que este régimen peculiar tiene como efecto muy relevante la creación de dinero por la misma cantidad de las reservas de los bancos comerciales en sus Bancos Centrales respectivos: cada vez que se constituye o se incrementa una reserva, se crea dinero o se incrementa la masa monetaria. En sentido contrario, cuando se extinguen o se reducen las reservas de un banco comercial en su Banco Central, se destruye dinero por el mismo importe. La diferencia entre el dinero creado por los bancos y el creado por las relaciones entre estos y sus Bancos Centrales a través del mecanismo de las reservas es que estas últimas no están disponibles para el público. Por eso, en la literatura al uso se habla de: *a) agregado monetario* (traducción del inglés *broad money*, literalmente, *dinero en sentido amplio*), que es el dinero a disposición del público, integrado por el efectivo metálico (billetes y monedas) y los depósitos en los bancos comerciales; *b) base monetaria* (también llamado *dinero-base* o *dinero de alta potencia*; en inglés, *base money* o *central bank money*), que comprende el efectivo metálico y las reservas de los bancos comerciales en los Bancos Centrales. La razón de esta distinción la encontramos en conceptualizar el tipo de dinero, la *base monetaria*, sobre cuya incidencia opera de manera inmediata, como hemos visto, la política monetaria de los Bancos Centrales: ya sabemos que, por la reducida dimensión relativa del efectivo metálico, la *base monetaria* está constituida, en una cantidad abrumadoramente mayoritaria, por reservas³⁶.

2.3. La creación de dinero por el sistema bancario mediante la compra de deuda pública por los Bancos Centrales

Estaba pendiente el tratamiento de un segundo orden de conexiones entre la estructura monetaria y la fiscal. Recordemos que el dinero es deuda pero que no toda deuda es dinero y

³⁵ En el momento en que se escriben estas líneas, el BCE ha mantenido el tipo de interés de la Eurozona para la *facilidad de depósito* en el -0,40% y el tipo de interés para la *facilidad marginal de crédito* en el 0,25%; véase la Nota de Prensa sobre “Decisiones de política monetaria” del 7 de marzo de 2019, disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307-7d8a9d2665.es.html>. Una explicación clara y asequible de estos conceptos se encontrará en la Web del Banco de España: https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html.

³⁶ Cfr. MCLEAY, RADIA, y THOMAS, (2014b, pp. 20-21).

que, muy resumidamente, una deuda es dinero cuando adquiere la condición de moneda; la monetización de una deuda es, a mi entender, el hecho de que una deuda sea dinero. Y una deuda puede ser moneda porque expresamente es concebida como tal, o sea, para cumplir las funciones propias del dinero, pero también porque, sin haber sido creada con ese fin, es aceptada y usada como tal. Pero ahora debemos abordar de qué modo un tipo específico de deuda, la deuda pública o soberana, da lugar a la creación de dinero, es decir, se convierte en dinero y en qué medida o en qué tipo de dinero.

El recurso por el poder público a los prestamistas/orfebres para la obtención de crédito es algo antiguo y bien conocido³⁷. Se trataba, principalmente, de financiar déficits fiscales, de modo que las operaciones de endeudamiento de la Corona estaban vinculadas causalmente con sus ingresos vía impuestos y otras rentas. CARANDE relató muy bien la práctica generalizada, en Castilla y en toda Europa: el prestamista y el monarca suscribían el empréstito, pagadero en la fecha de vencimiento con la entrega de la cantidad estipulada de metales preciosos de respaldo, oro o plata, y el prestamista emitía unas obligaciones –papel moneda- correspondientes a dicha cantidad, que circulaban como medios de pago y eran también empleados y aceptados por la Corona para el cobro de tributos y para la adquisición de bienes y servicios en el tráfico ordinario³⁸. Dicho de otro modo, una deuda (la contraída por el soberano) se convierte en otra deuda (el billete o certificado de depósito emitido por el prestamista) que sirve para pagar otras deudas (las obligaciones contractuales de la Corona derivadas de la adquisición de bienes y servicios). En este escenario, el endeudamiento público da lugar a la emisión de más dinero, en forma de papel moneda, o sea, incrementa la base monetaria en la misma cuantía de la deuda contraída. De esta forma, la Corona, aunque no fuese formalmente el emisor del dinero, ejercía un peculiar *señoreaje*, con el consiguiente *impuesto inflacionario*, fruto de la expansión del agregado monetario. Obsérvese que tal cosa no sucedería si el empréstito hubiese quedado restringido a una relación entre el rey y el prestamista y se hubiese desembolsado y pagado con la entrega de oro o plata. La atribución del carácter de curso legal a una moneda (una deuda, representada monetariamente por los certificados de depósito emitidos por el mismo importe) tiene, pues, el efecto evidente de monetizar la deuda pública, de convertirla en dinero, ya que el soberano confiere al papel moneda emitido (los certificados del prestamista) la condición de medio solutorio universal. Esta dinámica es esencialmente idéntica en un contexto histórico en el que los emisores de dinero no son los prestamistas/orfebres, sino la estructura formada por los Bancos Centrales y los bancos comerciales.

Hoy día, la conversión de la deuda pública en dinero no se produce de una manera directa y expresa, sino indirecta e implícita, mediante las relaciones entre los Bancos Centrales y sus bancos comerciales, y entre estos y los operadores económicos, según enseguida explicamos. Antes de nada, importa advertir que la motivación del endeudamiento es la misma que la descrita desde el punto de vista histórico, proporcionar cobertura al desfase entre los ingresos fiscales y las necesidades de gasto, o sea, del déficit presupuestario.

Según sentenciaba BLINDER, “decimos que el déficit público se monetiza cuando el Banco Central compra los títulos de deuda que el Estado emite para cubrir su déficit”³⁹. Tal monetización es la alternativa a la mera financiación del déficit público a través de

³⁷ En la abundante literatura sobre los prestamistas/orfebres y sus manejos, me ha parecido destacable el trabajo de SEGUIN (2012).

³⁸ Dice CARANDE que “todo el mundo consideraba las obligaciones de los FUGGER [el principal prestamista de Carlos V] tan seguras como el oro” (1987, p. 298). Sobre el arriendo de ingresos tributarios de la Corona como contrato ligado al de préstamo, cfr. CARANDE (1987, pp. 300-301). La estructura relacional y los instrumentos de garantía y circulación de los empréstitos ya en tiempos de Felipe II, concretamente con la familia Espinosa, banqueros radicados en Sevilla, está muy bien recogida en CARANDE (1987, pp. 305-306).

³⁹ Cfr. (1982, p. 1), la traducción es mía.

endeudamiento, como el propio BLINDER, junto con STIGLITZ, argumentaron, y, por tanto, el dinero creado viene a sustituir, al menos transitoriamente, el alza futura de ingresos tributarios con los que afrontar el pago de la deuda contraída⁴⁰. Pero hay que distinguir el efecto que la monetización tiene sobre las dos clases de dinero a las que nos acabamos de referir. Así, si la compra de la deuda se hace por el Banco Central a los bancos comerciales, tal monetización, por la configuración intrínseca de las funciones del Banco Central y de su tratamiento contable, se lleva a cabo mediante el incremento de las reservas de los bancos comerciales. Pero si el vendedor de la deuda no es un banco comercial sino cualquier otro operador económico, el Banco Central emplea el banco comercial del que el vendedor es cliente como intermediario, de forma que, tras la compra, el vendedor ve sustituidos los títulos de deuda pública vendidos por un depósito en su banco comercial. Este depósito es un pasivo del banco comercial que tiene como contravalor un incremento de sus reservas en el Banco Central: así es como este último paga la adquisición de deuda pública y el banco comercial, a su vez, paga al vendedor. En consecuencia, según a quién compre el Banco Central los títulos de deuda se producirán los siguientes efectos en cuanto a la creación de dinero:

- i) Si el vendedor es un banco comercial, se crea *dinero-base* o *dinero de alta potencia* en forma de incremento de las reservas del banco comercial vendedor en el Banco Central comprador.
- ii) Si el vendedor es un no-banco, se crea igualmente *dinero-base* o *dinero de alta potencia*, también mediante el incremento de las reservas en el Banco Central del banco comercial a través del que el vendedor opera, a modo de subproducto o efecto colateral; pero también –y por el mismo importe– se crea *dinero en sentido amplio* o *agregado monetario* mediante la constitución de un depósito a favor del vendedor en dicho banco comercial (que es un pasivo de este último).

Por tanto, la compra de deuda pública por un Banco Central puede crear dinero una sola vez, cuando el vendedor es un banco comercial, o dos veces, cuando el vendedor es un no-banco. En el primer caso, se crea *dinero-base*, en el segundo, *dinero en sentido amplio* y, al mismo tiempo y por el mismo importe, *dinero-base*. Si lo vemos mediante el siguiente esquema, tal y como MCLEAY, RADIA y THOMAS lo exponen, nos percataremos de qué manera se lleva a cabo ese efecto de expansión de los balances del banco comercial y del Banco Central, al tiempo que el tamaño del balance del vendedor (proponemos el ejemplo de un fondo de pensiones) permanece sin variación⁴¹ [hemos sombreado las áreas donde se muestran los citados efectos de expansión de balances]:

ANTES de la compra de los títulos de deuda		DESPUÉS de la compra de los títulos de deuda									
FONDO DE PENSIONES											
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left; padding: 2px;">ACTIVO</th> <th style="text-align: left; padding: 2px;">PASIVO</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="padding: 2px;">Deuda pública 1.000€</td> <td style="padding: 2px;">Aportaciones partícipes 1.000€</td> </tr> </tbody> </table>	ACTIVO	PASIVO	Deuda pública 1.000€	Aportaciones partícipes 1.000€	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left; padding: 2px;">ACTIVO</th> <th style="text-align: left; padding: 2px;">PASIVO</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="padding: 2px;">Depósitos bancarios 1.000€</td> <td style="padding: 2px;">Aportaciones partícipes 1.000€</td> </tr> </tbody> </table>	ACTIVO	PASIVO	Depósitos bancarios 1.000€	Aportaciones partícipes 1.000€		
ACTIVO	PASIVO										
Deuda pública 1.000€	Aportaciones partícipes 1.000€										
ACTIVO	PASIVO										
Depósitos bancarios 1.000€	Aportaciones partícipes 1.000€										
BANCO CENTRAL											
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left; padding: 2px;">ACTIVO</th> <th style="text-align: left; padding: 2px;">PASIVO</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="padding: 2px;">Activos varios 1.000€</td> <td style="padding: 2px;">Reservas de los bancos 1.000€</td> </tr> </tbody> </table>	ACTIVO	PASIVO	Activos varios 1.000€	Reservas de los bancos 1.000€	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left; padding: 2px;">ACTIVO</th> <th style="text-align: left; padding: 2px;">PASIVO</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="padding: 2px;">Deuda pública 1.000€</td> <td style="padding: 2px;">Reservas de los bancos 2.000€</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">Activos varios 1.000€</td> <td style="padding: 2px;"></td> </tr> </tbody> </table>	ACTIVO	PASIVO	Deuda pública 1.000€	Reservas de los bancos 2.000€	Activos varios 1.000€	
ACTIVO	PASIVO										
Activos varios 1.000€	Reservas de los bancos 1.000€										
ACTIVO	PASIVO										
Deuda pública 1.000€	Reservas de los bancos 2.000€										
Activos varios 1.000€											

⁴⁰ BLINDER y STIGLITZ (1983).

⁴¹ Cfr. (2014b, pp. 24-25). Una explicación muy similar, en RYAN-COLLINS, GREENHAM, WERNER, R. y JACKSON (2012, pp. 80-83).

BANCO COMERCIAL

ACTIVO	PASIVO
Reservas en el BC 1.000€	Depósitos clientes 1.000€

ACTIVO	PASIVO
Reservas en el BC 2.000€	Depósitos clientes 2.000€

Una de las cuestiones más interesantes que plantea la compra de títulos de deuda pública por los Bancos Centrales como medida de política monetaria es la de su efecto en la actividad económica⁴². Para ser breves⁴³, diríamos que solo la creación de dinero mediante la relación entre el banco comercial y el vendedor no-banco (en nuestro ejemplo, el fondo de pensiones) proporciona recursos monetarios adicionales directamente disponibles para los operadores económicos, mientras que el dinero creado en el nivel de la relación entre el Banco Central y el banco comercial (sea quien sea el vendedor de los títulos de deuda, un banco o un no-banco) solo comportaría tal disponibilidad adicional de dinero si el incremento de las reservas se traslada a una mayor dación de crédito por el banco comercial, lo cual no sucede, como bien sabemos ya, de manera automática. Las evidencias disponibles señalan que el volumen de compras de deuda pública por el BCE/SEBC no ha tenido, hasta la fecha, un correlato con el incremento del crédito otorgado por los bancos al sector productivo, es decir, que la creación masiva de *dinero-base* por esta causa no ha incrementado de manera significativa el volumen total de *agregado monetario*, o sea, del dinero disponible de manera inmediata para los operadores económicos⁴⁴. No obstante -y sin perjuicio de lo que digamos colateralmente sobre el no incremento del flujo de crédito-, hay un efecto que, con total independencia de que se proporcione a o no dinero nuevo a la así llamada economía real, ha sido provocado por el ingente volumen de las compras de deuda soberana por el BCE/SEBC: la reducción de los tipos de interés de la deuda pública en el medio y largo plazo y el consiguiente incentivo a los Estados de la Eurozona para incrementar el endeudamiento y relajar las políticas de disciplina presupuestaria dirigidas a contener sus déficits fiscales⁴⁵. De este efecto hablamos justo a continuación.

⁴² La cuestión fue abordada por BLINDER y STIGLITZ, a modo de mera aproximación (1983). Un desarrollo del debate puede encontrarse en BENFORD, BERRY, NIKOLOV, ROBSON, y YOUNG (2009), JOYCE, TONG y WOODS (2011), BOWDLER y RADIA (2012).

⁴³ Sigo aquí la nítida exposición de RYAN-COLLINS, GREENHAM, WERNER y JACKSON, (2012).

⁴⁴ Como señala la OCDE en un reciente Informe, el incremento del endeudamiento del sector público en la Eurozona ha ido acompañado de una reducción significativa del crédito al sector privado: cfr. *OECD Economic Surveys-Euro Area 2018*, p. 36 (disponible en https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-euro-area-2018_eco_surveys-euz-2018-en#page1: acceso 21 junio 2019). Según los últimos datos facilitados por el BCE, la tasa de concesión de préstamos a las empresas de la zona del euro bajó en marzo de 2019 al 3,5%, tres décimas menos que en febrero (3,8%), y los préstamos a los hogares cayó al 3,2 %, una décima menos (3,3%): cfr. la Nota de Prensa del BCE del 29 de abril de 2019 "Evolución monetaria de la zona del euro: marzo de 2019", disponible en https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/19/presbce2019_58.pdf.

⁴⁵ Cfr. RYAN-COLLINS, GREENHAM, WERNER y JACKSON (2012, p. 83).

3. La polaridad entre Bancos Centrales y Gobiernos: política monetaria y política económica/fiscal

3.1. Sentido, construcción y ruptura de un equilibrio: breve incursión en la teoría de juegos

Entre otros, fue el ya citado BLINDER, quien formuló una explicación del régimen de contrapesos que justifica la polaridad entre unos Bancos Centrales independientes y los Gobiernos de los Estados, concretamente mediante el recurso a la teoría de juegos⁴⁶. En esencia, se trata de discernir hasta qué punto es posible y precisa una coordinación entre la política monetaria, tarea propia de los Bancos Centrales, que tiene por objeto el control de la oferta de dinero mediante la fijación de los tipos de interés en el corto plazo, y la política fiscal, misión del Gobierno, consistente en el balance entre gasto público e ingresos tributarios para evitar déficits excesivos. Las autoridades monetarias están gestionadas por especialistas cuyos cargos tienen una duración mucho más larga que la de los políticos, además de que acceden a dichos cargos y los ejercen al margen de los flujos habituales de renovación electoral, y esto genera una dinámica peculiar de entrecruzamiento de decisiones y de sus efectos.

El punto de partida del comportamiento de estos dos jugadores es que cada uno pretenderá que las decisiones impopulares sean tomadas por el otro, mientras que él permanece inerte. Así, el Banco Central procurará que sea el Gobierno quien acuerde un incremento de impuestos o una disminución de los gastos para tener el déficit presupuestario bajo control y, con él, la inflación; por su parte, el Gobierno preferirá que sea el Banco Central quien, con unos tipos de interés bajos y un alto flujo de dinero, cargue con el mochuelo de alentar la inflación. La matriz con la que BLINDER explica el desarrollo del juego muestra que el Banco Central optará por un comportamiento restrictivo del flujo monetario, mientras que el Gobierno decidirá expandirlo a través del déficit público, estrategias que cuadran con la fisonomía original de cada uno de los jugadores y con la carencia de instrumentos que permitan la avenencia, al menos de manera explícita. Exactamente esto fue lo que sucedió durante la primera década de funcionamiento efectivo del modelo de Bancos Centrales independientes entre finales de los 70 y principios de los 80 del siglo XX, resultado bastante influenciado por los preocupantes repuntes inflacionarios de la época.

⁴⁶ BLINDER (1982), que es un trabajo ampliamente citado y glosado; he encontrado unos comentarios muy clarificadores de esta aportación de BLINDER en BERNSTEIN (1996, pp. 240-243). Un tratamiento muy completo de las misiones institucionales de las autoridades independientes y de las instancias gubernamentales dotadas legitimidad democrática puede encontrarse en ALESINA y TABELLINI (2007) y (2008).

		BANCO CENTRAL		
		Restrictivo	Neutro	Expansivo
GOBIERNO	Restrictivo	3 / 9	1 / 6	4 / 4
	Neutro	2 / 8	5 / 5	6 / 1
	Expansivo	7 / 7	8 / 3	9 / 2

Fuente: BLINDER (1982) y BERNSTEIN (1996)

Leyenda:

- a) Las opciones del Banco Central se sitúan siempre en la parte superior de las diagonales de cada celda y las del Gobierno en la parte inferior.
- b) Los numerales indican una ordenación de prioridades en la toma de decisiones, de 1 (máximo rango de preferencia) a 9 (mínimo rango de preferencia).

Pero, como bien apunta BLINDER, la matriz del juego nos muestra visualmente una tendencia de ambas partes hacia posiciones intermedias o de conciliación, incluso si seguimos sin contar – como debe de ser por principio en un escenario de Bancos Centrales independientes- con mecanismos de acuerdo.

Así, si nos fijamos en la celda del extremo inferior izquierdo del cuadro, donde las opciones de ambos tienen valor 7 (una posición altamente restrictiva del Banco Central y altamente expansiva del Gobierno, sin que ninguna tenga el valor máximo de 9), veremos que, en la línea vertical ascendente, no hay, en la serie de decisiones del Gobierno, ninguna opción que sea más baja que 7 (8 y 9), y que, en la línea horizontal hacia la derecha, tampoco hay ninguna decisión del Banco Central que sea más baja que 7 (8 y 9). En definitiva, la casilla 7/7 muestra el mejor de los posibles malos acuerdos entre ambos jugadores.

Ahora bien, si nos vamos a la celda del extremo superior derecho, nos encontramos con una posición monetaria poco restrictiva, media-alta (4) del Banco Central y con una opción idéntica de déficit público por parte del Gobierno (4). Si hacemos algo análogo a lo anterior, nos daremos cuenta de que, si partimos de la casilla 4/4, en la línea horizontal hacia la izquierda, no hay, en las opciones del Banco Central, ningún valor superior a 4 (1 y 3), y que casi lo mismo sucede en la línea vertical descendente con las del Gobierno (1 y 2). En esos otros supuestos hipotéticos, nos encontramos con que el Banco Central, o bien no haría nada (1) y dejaría que el Gobierno provocara una elevación media-alta del déficit público (6), o bien actuaría con políticas monetarias restrictivas (3) frente a un incremento a niveles máximos del déficit (9) por parte del Gobierno. En la línea vertical descendente tampoco hay valores superiores a 4 (1 y 2) en la toma de decisiones del Gobierno lo que significa que, frente a una política monetaria expansiva de nivel medio-alto (6) o máximo (9) por parte del Banco Central, el Gobierno respondería, respectivamente, con la inacción en materia de déficit (1) o con una mínima expansión de este (2).

En definitiva, estamos ante el denominado *equilibrio de NASH*⁴⁷: una situación estable pero por debajo del óptimo. Quiere esto decir que los dos jugadores desearían algo mejor, pero ponen en marcha una estrategia cooperativa, de referencia mutua y acuerdos implícitos para determinar una política en buena medida común sin interferencias explícitas en las funciones recíprocas. Ambos jugadores conocen las intenciones y preferencias del otro. Obviamente, nos encontramos con un modelo que simplifica la realidad ya que, en un contexto más comprensivo, habría que tener también en cuenta la presencia y actuación de los operadores económicos. No obstante, permite explicar correctamente el escenario sobre el que se elaboró la actualmente vigente arquitectura regulatoria bancaria y sus relaciones con el orden de decisión y actuación fiscal por parte de los Gobiernos.

Como apunta BERNSTEIN, este equilibrio bipolar conoció a principios de los 90 del pasado siglo alguna curiosa mutación, sobre todo en Estados Unidos, cuando la Fed implementó una política monetaria restrictiva con altos tipos de interés, que fue acompañada de una postura igualmente restrictiva en el control del déficit fiscal por la primera Administración Clinton⁴⁸, lo cual puso en evidencia la posibilidad de actuaciones concertadas. Pero las señales más firmes de la sustitución de un equilibrio fruto de la tensión entre polos por otro de alineación de las estrategias de los Bancos Centrales y de los Gobiernos tuvo lugar con la reacción ante el estallido de la crisis mundial en 2008, particularmente marcada en la UE, como enseguida pasamos a ver. Antes de esa fecha, ya se había sugerido que la independencia de los Bancos Centrales no es un valor absoluto, ni en términos teóricos ni prácticos, y que, por tanto, debía quedar orillada con el surgimiento de necesidades extraordinarias y sustituida por un alineamiento con la política económica del Gobierno, con el fin de dotarle de recursos adicionales de manera ágil, concretamente mediante la ruptura de la prohibición, solo vigente en tiempos de normalidad, de la financiación de déficits y la consiguiente expansión de la masa monetaria⁴⁹.

3.2. El BCE/SEBC, la UE y los Estados miembros contra los mercados: ruptura de una polaridad constitucionalmente consagrada

Como es sabido, la Unión Monetaria constituye explícitamente un elemento crucial del proyecto de la UE, según fue concebido en el Tratado de Maastricht de 1992, que incluyó previsiones de desarrollo temporal, un calendario vinculante de aplicación y salvaguardas de protección frente a decisiones ulteriores de los Estados miembros, en forma de *cláusulas antiderogatorias* –de dudosa efectividad, ciertamente–, así como un soporte organizativo, inicialmente el Instituto Monetario Europeo, sustituido luego por el BCE/SEBC, y una convergencia monetaria mediante paridades *congeladas* de las antiguas monedas, paso inmediatamente previo a la adopción de la moneda única⁵⁰. En el Tratado de Maastricht (art. 105, además del Protocolo 3, anexo al propio Tratado, que contiene los Estatutos del BCE/SEBC), la posición del BCE/SEBC queda configurada de manera expresa como plenamente independiente de los Estados miembros, en tanto que encargado de la definición y ejecución de la política monetaria, con una nueva redacción del art. 107 del Tratado de Roma, que refuerza aún más si cabe esta posición que, además, está garantizada judicialmente por el Tribunal de Justicia. Esta traslación de soberanía monetaria por los Estados miembros a una instancia

⁴⁷ Es ya célebre el artículo de NASH (1953).

⁴⁸ Cfr. (1996, pp. 242-243).

⁴⁹ Me refiero, en concreto, a LASTRA y MILLER (2001, pp. 36-37). Dicen, literalmente: “Thus, in theory, a central bank that was prohibited from using inflation to obtain seigniorage revenues would be deprived of a potentiality important public policy tool that could benefit the nation in times of crisis” (2001, p. 37).

⁵⁰ Sigo aquí el denso y certero resumen que hizo GARCÍA DE ENTERRÍA (1992).

única, común y supranacional, con la correlativa escisión de la política económica y fiscal, es un hecho que carece de precedentes históricos conocidos, sobre todo si se tiene en cuenta que la independencia del BCE/SEBC no es solo respecto de los Estados miembros, sino también de las instancias, tanto gubernativas como parlamentarias, de la propia UE. Que esto se haga, además, a través de un instrumento normativo del Derecho primario de la UE, al que bien podríamos reconocer el carácter de constitucional, tiene una particular relevancia.

Pero la posición y configuración funcional originaria del BCE/SEBC tiene otro rasgo auténticamente inédito, como es la prohibición de financiación, cualquiera que sea su forma y plazo -en el corto (servicios de tesorería) y en el medio y largo (operaciones de préstamo y crédito)-, a los organismos de la propia UE, a los Estados miembros u otras entidades públicas sub-estatales (regionales o locales), incluida la “adquisición directa (...) de instrumentos de sus deudas” (art. 21 de los Estatutos en el Tratado de Maastricht, en desarrollo del art. 101 del Tratado de Roma, en su nueva redacción). Esto tiene una consecuencia muy clara: el BCE/SEBC no puede ser empleado como instrumento de captación de recursos para atender necesidades presupuestarias, ni de la UE ni de los Estados miembros, que solo cuentan con dos opciones, los contribuyentes y los mercados financieros. Con enorme contundencia lo dijo GARCÍA DE ENTERRÍA:

“Se concluye así, de un tajo, la posibilidad de financiar déficits públicos con la emisión de una nueva moneda (monetarización del déficit), pero también con anticipos ilimitados del Banco de España, o la colocación sistemática de la Deuda en manos de este. La ortodoxia financiera más estricta, (...), se impondrá al eliminar esta utilización tradicional por todos los Gobiernos como un simple instrumento de sus políticas de sus propios Bancos Centrales”⁵¹.

Me he referido hasta aquí al Tratado de Maastricht en lugar de al actualmente vigente Tratado de Funcionamiento de la UE –resultante, como es bien sabido, del Tratado de Lisboa de 2007-, para subrayar el sentido que originariamente tenía la configuración orgánica y funcional del BCE/SEBC y su régimen igualmente originario de relaciones con los Estados miembros y con la propia UE. Con toda su rutilante novedad, el Derecho primario de la UE instauró un marco para la gobernanza de la moneda única basado en la polaridad entre el BCE/SEBC, por un lado, y la UE y los Estados miembros, por otro, que no solo gozó de un consenso amplio, profundo y reforzado, sino que se colocó como clave de bóveda de todo el orden institucional resultante sobre el que debía basarse el proyecto común de la UE. Esto hace aún más sorprendente, si mi valoración no es errónea, que haya sido el TJUE, la instancia jurisdiccional encargada de garantizar la independencia del BCE/SEBC, quien valide con su jurisprudencia la estrategia dirigida a terminar con ella, por mucho que sea la propia entidad dotada constitucionalmente de independencia quien haya decidido dilapidarla. Resulta fundamental comprender que esta fisonomía institucional es indisponible para el supuesto beneficiario de la independencia y que debe ser defendida incluso frente sus eventuales renunciaciones o actuaciones que la lesionen. Tal independencia no tiene otro sentido que hacer efectiva, sobre todo en relación con los Estados miembros, la disciplina presupuestaria. Hay otra derivación crucial, que es efecto y no causa de la citada independencia: la separación entre política monetaria, asignada al BCE/SEBC, y política económica/fiscal, correspondiente a los Estados miembros y coordinada por el Consejo Europeo, que instrumenta en la UE una polaridad constitutiva. A mi entender, la instauración de una política económica/fiscal única y, de paso, alineada con una política monetaria única podría ser vista razonablemente como la subversión de la idea originaria del proyecto común europeo; asimismo, tal subversión vendría anticipada por el empleo por el BCE/SEBC de las herramientas de política monetaria consistentes en la compra de títulos de deuda soberana de los países de la Eurozona, en la medida en que, en lugar de obligar a los Estados miembros a

⁵¹ (1992, p. 91).

sanear sus balances fiscales, distorsiona el funcionamiento de los mercados financieros para encubrir déficits públicos.

Con estas previsiones, resultaba sensato imaginar que, una vez llevada a efecto la moneda única, la independencia del BCE/SEBC haría que la política monetaria fuese definida por sí misma “aunque contraríe el interés inmediato de cualquier instancia política, de cualquier Estado nacional”, y de esto se seguirían consecuencias fundamentales: “la UE será un hecho definitivo y muy difícilmente reversible”, en la que “todo el sistema económico se habrá reconfigurado, incluyendo el propio papel hoy básico del Estado en la economía”⁵². Comenzamos a percatarnos de que no ha sido así.

Ya en los términos del TFUE que, con algunas variaciones en las que no puedo detenerme ahora –baste citar, por su relevancia y conexión con el objeto de este trabajo, el reparto de las competencias en materia de supervisión bancaria entre los Bancos Centrales nacionales y el BCE-, vino a dar continuación al Tratado de Maastricht, podemos decir que la independencia del BCE/SEBC está vigente en los mismos términos expuestos y otro tanto de su ya indicada secuela, la separación entre política monetaria y política económica/fiscal. Un simple repaso de los arts. 123 y 125 TFUE, así como al Protocolo 4, que contiene los Estatutos del BCE/SEBC, permitirá comprobarlo. Por lo que enseguida decimos, interesa recalcar que no menos vigente está la prohibición dirigida por el art. 125.1 (art. 103 en la versión de Maastricht), tanto a las instancias de la UE como sus Estados, de asunción recíproca de compromisos de pago o de responsabilidades derivadas de su incumplimiento (cláusula *no bail-out* o de prohibición de rescate)⁵³.

Por lo que a nosotros interesa, todo empezó con unas medidas de emergencia configuradas, además, como estrictamente provisionales (con una duración máxima predeterminada e inamovible: junio de 2013) y que colisionaban con el Derecho primario de la UE, como lo demuestra la modificación del art. 136 TFUE⁵⁴: el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y el Fondo del mismo nombre (MEEF/FEEF)⁵⁵. Mediante el procedimiento de reforma simplificada del art. 48.6 del Tratado de Roma⁵⁶, se añadió un párrafo 3 al art. 136: “Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas”.

En una primera aproximación, no deja de sorprender que se modifique el TFUE para dar cobijo a algo que los Estados miembros pueden hacer sin habilitación previa alguna con arreglo al

⁵² De nuevo, GARCÍA DE ENTERRÍA (1992, pp. 92-93).

⁵³ Dice el art. 125.1 TFUE: “La 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. Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos”.

⁵⁴ Me remito, entre otros muchos análisis disponibles, al que nos ofrece BAR CENDÓN (2012, especialmente pp. 74-78).

⁵⁵ El punto de arranque ha de ubicarse en la decisión adoptada en la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno de la Eurozona del 25 de marzo de 2010, al que siguió la instauración del MEEF por el Reglamento (UE) 407/2010, del Consejo, de 11 de mayo de 2010 y el *Framework Agreement* del 19 de octubre de 2011, de creación del FEEF, como sociedad de capital constituida y dotada por aportaciones de todos los Estados de la Eurozona. El contenido preciso de ambos instrumentos (el Reglamento y el *Framework Agreement*) fueron detalladamente consensuados en la reunión del ECOFIN del 9-10 de mayo de 2010.

⁵⁶ La reforma del art. 36 TFUE se hizo efectiva mediante la Decisión 2011/199/UE, del Consejo, de 25 de marzo de 2011 (DOUE del 6 de abril), con fecha de entrada en vigor el 1 de mayo de 2013.

Derecho internacional, esto es, crear un marco de negociación multilateral y externo a la UE con los fines que estimen adecuados, incluida la prestación de asistencia financiera recíproca. El problema está, precisamente, en que, según el art. 125.1 TFUE y sin perjuicio de las ayudas de la UE a un Estado miembro en situaciones excepcionales del art. 122.2, esa finalidad no puede llevarse a cabo en el seno de la UE, debe arbitrarse fuera y, al mismo tiempo, tenía que vincular a todos los países de la Eurozona. La sorpresa se transforma en alarma si sabemos que, pese a la falta de cobertura en el TFUE –no otra cosa puede significar la reforma del art. 136–, el MEEF/FEEF fue instituido por el Reglamento (UE) 407/2010, del Consejo, de 11 de mayo de 2010. Bien puede comprobarse lo apropiado que resulta hablar de espasmos.

Como objetivo inmediato, se pretendía dar respaldo a los rescates griego, irlandés y portugués, pero la conciencia precisa del alcance y profundidad de la crisis hizo inevitable afrontar los casos español e italiano e implementar un instrumento habitual de actuación, el Mecanismo Europeo de Estabilización (MEDE), cuyo Tratado constitutivo ha conocido dos versiones, una inicial de 11 de julio de 2011 y otra posterior, cuando aún no se había completado la ronda de ratificaciones por los Estados firmantes, de 2 de febrero de 2012, básicamente, para adaptarlo al Tratado de Estabilización, Coordinación y Gobernanza de la Unión Económica y Monetaria (en acrónimo TCEG, también conocido como “Pacto Presupuestario”), de 2 de marzo de 2012⁵⁷. Por expresa previsión del nuevo art. 136.3 TFUE, tanto el MEEF como el MEDE comportan para los países receptores de las ayudas la estricta condicionalidad de las medidas de asistencia a los países en cuestión, es decir, dinero a cambio de reformas. Hasta aquí, el discurso dominante fue el posteriormente verbalizado por el entonces Presidente del Eurogrupo y del Consejo de Administración del MEDE, JEROEN DIJSSELBLOEM: los disciplinados países del centro y norte hubieron de mostrarse solidarios en favor de los díscolos y periféricos⁵⁸. Pero terminó por calar la convicción de que, en realidad, la situación crítica se había instalado como estructural y no había ni un solo país de la Eurozona que se librara del riesgo de caída. Esto exigió dar un paso decisivo, consistente en circunvalar la regla, constitucionalizada mediante la reforma del art. 136 TFUE, de la condicionalidad estricta y, por tanto, hacer del BCE/SEBC la palanca anticrisis⁵⁹. En definitiva, la estabilidad financiera de la Eurozona se ha convertido en la finalidad sustitutiva de la estabilidad de precios en la hechura teleológica del BCE/SEBC⁶⁰: *acomodación monetaria*, le llaman.

Explicado de manera muy resumida, el cambio no ha consistido en cortar el *doom-loop*, el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano, sino en encapsularlo en el balance del BCE/SEBC, convertido ya en la sentina de la Eurozona. Como han resumido con refinamiento técnico y robusto soporte cuantitativo, pero también de manera diáfana, GÓMEZ FERNÁNDEZ, FERNÁNDEZ ACEVEDO y NAVARRO PÉREZ, las medidas monetarias del BCE/SEBC, desde el estallido de la crisis, han abundado en la inundación de liquidez del circuito del *dinero-base* (el de las relaciones entre Bancos Centrales y comerciales) para *acomodar* a los deudores, especialmente a los Estados de la Eurozona, los más grandes de entre los grandes deudores⁶¹. Deja estupefacto a cualquier observador que el BCE/SEBC exigiese a los bancos comerciales una limpieza de

⁵⁷ La fecha oficial del Tratado es, en efecto, la citada de 2 de marzo de 2012 (posterior a la del segundo Tratado del MEDE), pero su contenido se consideraba plenamente acordado y cerrado tras la Reunión de los Jefes de Estado y de Gobierno de la Eurozona del 9 de diciembre de 2011. Ambos Tratados están vinculados, según se establece expresamente en sus respectivos Preámbulos, además de la previsión del Tratado del MEDE de que la efectividad de sus medidas de asistencia exige la previa ratificación del TCEG.

⁵⁸ Nos sentimos disculpados de reproducir literalmente sus polémicas declaraciones en la entrevista al *Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 19 de marzo de 2017, disponible en <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/chef-der-eurogruppe-dijsselbloem-will-die-troika-aufloesen-14932856.html>.

⁵⁹ Debo remitirme a las muy precisas consideraciones de TUORI y TUORI (2014, pp. 133-134) sobre este aspecto.

⁶⁰ Sigo aquí, de nuevo, a TUORI y TUORI (2014, pp. 132-133). En el mismo sentido, cfr. GÓMEZ FERNÁNDEZ, FERNÁNDEZ ACEVEDO y NAVARRO PÉREZ (2019, p. 123).

⁶¹ Cfr. (2019, pp. 127-130).

activos (créditos) tóxicos en sus balances y, al mismo tiempo, admitiera como garantía colateral de sus pródigas líneas de liquidez esos mismos activos. Por si esto fuera poco, el BCE/SEBC alentó las titulizaciones masivas por las entidades de crédito de hipotecas de dudoso cobro para, a renglón seguido, comprarles casi hasta el 50% de dichas emisiones⁶², lo cual supone una emulación en el escalón del *dinero-base* de las prácticas interbancarias que llevaron a la quiebra y liquidación de LEHMAN BROTHERS. ¿Y dónde ha ido a parar la liquidez proporcionada de esta guisa a los bancos comerciales? Sí, lo han adivinado: a la compra de deuda soberana de los Estados de la Eurozona que, una vez adquirida por las entidades, era comprada por el BCE/SEBC en ejercicio de su política monetaria *acomodatícia*⁶³. No hay ningún asidero en el Derecho primario de la UE al que agarrarse para respaldar las actuaciones del BCE/SEBC dirigidas a recapitalizar las entidades de crédito o a financiar a los Estados miembros, más bien todo lo contrario, a la vista del art. 123.1 del TFUE y del art. 23.1 de los Estatutos (Protocolo 4 del TFUE), que mantienen en sus mismos términos las prohibiciones del ya mencionado art. 101.1 del Tratado de Roma. Parece lógico preguntarse, como aquí hacemos, por las consecuencias de una ampliación tan arrolladora de las competencias de las instancias de política monetaria, así como por las credenciales de los inevitables efectos redistributivos de la regulación bancaria y financiera⁶⁴.

Conviene aclarar que los programas de compra de deuda no fueron un episodio sobrevenido o complementario de las operaciones concertadas de reacción que hemos descrito (el MEEF y el MEDE), sino que el BCE/SEBC promovió y acompañó desde el principio la actuación de los Estados miembros antes, por tanto, de que se emitiesen las primeras coberturas normativas y se modificase el TFUE. Esto supone una acción consciente en los mercados por un agente dotado de recursos ilimitados y que opera con una lógica totalmente ajena a la percepción del riesgo, lo cual supone una violación frontal, grave y flagrante de los principios constitutivos de la UE, consistente en la subversión del mercado para, supuestamente, salvar al mercado. Es necesario recordar que el BCE/SEBC tiene impuesto por el art. 2 de sus Estatutos (además de por el art. 119 TFUE) actuar “según el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia” y favorecer “una eficiente asignación de recursos”. Hasta la fecha, el único efecto real y contrastado de los programas de compra de deuda ha sido la drástica disminución de los diferenciales de interés de los empréstitos soberanos⁶⁵, lo cual puede ser razonablemente interpretado no tanto como la antesala de la mejora de la economía real sino como la succión masiva de recursos de otras inversiones potencialmente rivales y verdaderamente productivas pero con mayores niveles de riesgo⁶⁶.

⁶² Se trata del Programa de Compras de Activos Respaldados por Activos (Asset-Backed Securities Purchase Programme-ABSPP), uno de los componentes de las medidas de política monetaria no convencional del BCE/SEBC, formalmente cerrado –como los demás Programas de compra de deuda en mercados secundarios- en diciembre de 2018. Según datos agregados del propio BCE, a 31 de mayo de 2019, el saldo vivo de titulizaciones hipotecarias adquiridas con cargo al ABSPP ascendía al 46,98%, por un importe total de 12.344 millones de euros: cfr. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#abspp> (acceso: 21 junio 2019).

⁶³ GÓMEZ FERNÁNDEZ, FERNÁNDEZ ACEVEDO y NAVARRO PÉREZ lo dicen con ejemplar sencillez, además de con un robusto aparato estadístico: “de manera *indirecta*, se financió a los soberanos al adquirir las entidades financieras deuda pública con la *liquidez sobrante* de estas operaciones” (2019, p. 129), las cursivas son mías.

⁶⁴ Este inevitable efecto redistributivo de la política monetaria es bien puesto de manifiesto por GÓMEZ FERNÁNDEZ, FERNÁNDEZ ACEVEDO y NAVARRO PÉREZ (2019, p. 131).

⁶⁵ Véase ALTAVILLA, CARBONI y MOTTO (2015).

⁶⁶ He de limitarme a referenciar aquí que el Reglamento (UE) 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, fija un coeficiente de ponderación por riesgo (CPR) del 0% para la deuda pública de los Estados de la Eurozona, del mismo modo que hicieron tradicionalmente las normas nacionales anteriores y el consenso de los Acuerdos de Basilea. Básicamente, esto significa que dicha deuda pública no consume recursos propios (capital) o, lo que es lo mismo, que los bancos pueden financiar en su totalidad la adquisición de estos activos con recursos ajenos (sobre todo, depósitos). Así pues, el apalancamiento o capacidad de endeudamiento de los bancos comerciales para adquirir deuda pública es técnicamente infinita. No puede extrañar la oposición de algunos, entre quienes me cuento, a que, con la adopción del

Señalar como origen de todo mal a las fuerzas arcanas que mueven los “ataques especulativos” en los mercados e invocar la necesidad de controlar las primas de riesgo de la deuda pública de los países de la Eurozona equivale a convertir el exorcismo financiero en herramienta ordinaria de regulación bancaria. Permítanme esbozar algunas de las consecuencias que se seguirían de esta peculiar prototeoría de la emergencia monetaria perpetua y de su no menos peculiar ortopraxis⁶⁷:

- i) Los tipos de interés de la deuda soberana –en general, de todo título valor- no reflejarían la percepción del riesgo por parte los inversores, lo cual privaría de todo sentido a los mercados financieros, sean del tipo que sean.
- ii) Al eliminarse la correlación entre tipos de interés y riesgo, los títulos de deuda soberana de la Eurozona serían unos activos sin riesgo a todos los efectos, que se convertirían en una reserva de valor supuestamente garantizada. Esto último, a su vez, perpetuaría la tendencia hacia los tipos de interés negativos, excluiría cualesquiera otras clases de operaciones crediticias y agravaría el castigo al negocio de la intermediación financiera, idiosincrático del sector bancario.
- iii) Como los creadores de dinero, el BCE/SEBC y los bancos comerciales, son los principales tenedores finales de deuda soberana que, además, mantienen en sus balances con unas cuantías consolidadas, la generación de déficits públicos así financiados se convertiría en la forma postmoderna de imprimir dinero.
- iv) No podría extrañar que los Estados de la Eurozona planteasen la condonación de la deuda soberana –o, de una manera algo más sutil, su *repudio concertado*– por las cuantías consolidadas en el balance del BCE/SEBC ya que, desde el punto de vista de la política monetaria, tanta inflación genera la perpetuación de un saldo constante de deuda pública en el BCE/SEBC como su amortización gratuita.
- v) Esta auténtica burbuja de deuda pública impediría o diferiría *sine die* la reestructuración de los sectores productivos y el saneamiento fiscal de los Estados miembros, al privarles del flujo de capitales a través de los mercados de renta variable, ya que los principales índices de referencia y los valores de capitalización de las empresas cotizadas quedarían sin márgenes reales de recuperación a niveles pre-crisis y, por tanto, sin atractivo alguno para los inversores.
- vi) La toma de decisiones por parte del BCE/SEBC sobre qué deuda pública (de qué Estados de la Eurozona) ha de comprarse y por qué importes derivaría hacia el sospechoso ámbito del otorgamiento de ingresos e imposición de cargas a los contribuyentes europeos. Por poner un ejemplo extremo pero que permita captar la idea, el presupuesto de un Estado que haya emitido títulos de deuda pública con intereses negativos, fruto de la compra masiva por parte del BCE/SEBC, incrementaría sus ingresos en el momento del vencimiento por la cantidad determinada por su interés negativo, mientras que, con tipos

euro, el CPR de la deuda pública para los países de la Eurozona sea del 0%, pues esto solo tiene sentido para Estados con soberanía monetaria, o sea, que pueden emitir la moneda en la que está denominada su deuda. Según los estándares de Basilea, no se aplica el CPR del 0% a la deuda pública de los Estados denominada en moneda extranjera. Nos percatamos también de que, en estos términos, el CPR del 0% para la deuda soberana de los países de la Eurozona denominada en euros es una técnica de imposición de una desventaja competitiva a otros potenciales deudores.

⁶⁷ Me baso ahora en algunas reflexiones que me han resultado de gran utilidad: GÓMEZ BADA (2019) y RIESTRA DELGADO (2019).

positivos, incrementaría sus gastos por el importe que arroje el interés positivo.

Antes de desmenuzar con algún detenimiento las Sentencias del TJUE a las que reiteradamente nos hemos referido, permítasenos la rápida descripción de una alguna propuesta que, al menos, merece ser conocida.

3.3. Breve apunte: ¿por qué no un mecanismo paneuropeo de mercado para reestructuraciones de deuda soberana?

Esta vez no es diferente y la próxima tampoco lo será. Según propenden REINHART y ROGOFF⁶⁸, aprender esta lección es la única condición indispensable para actuar con sensatez frente a algo cuyas causas conocemos muy pobremente: los ciclos económicos, es decir, la dinámica de los flujos expansivos y recesivos. Dentro de nuestra ignorancia, sabemos que las crisis son siempre de deuda, que resultan inevitables y que solo el establecimiento de mecanismos justos y eficaces de ajuste para reconocer, repartir y sanear las pérdidas provocadas por la insolvencia permite la recuperación, además de trasladar incentivos correctos para la contención selectiva del endeudamiento en tiempos de expansión. A grandes rasgos, la apelación al mercado de capitales mediante la emisión de deuda es un instrumento ordinario de captación de recursos por parte de todos los operadores económicos, sean del sector público o del privado. Desde que se construyó la *teoría del portfolio*⁶⁹, la diversificación de las inversiones es una herramienta fundamental de gestión del riesgo por parte de los inversores, sea del de rentabilidad (acciones y cualquier otra forma de participación en fondos propios) sea del de solvencia (deuda y, en general, pasivos exigibles). Si bien deberíamos hacer una distinción entre deuda del sector público y deuda del sector privado, nos referiremos en exclusiva a la primera.

La vinculación de la deuda pública –como elemento de la balanza fiscal– con el sistema bancario se fortalece conforme crece su concentración en los balances de los bancos comerciales, por lo que resulta más fácil e inmediata la transmisión de la insolvencia soberana al sector crediticio y, por tanto, al sistema monetario y a la así llamada economía real⁷⁰. Pero el contagio funciona también a la inversa ya que, cuando los operadores productivos disminuyen la generación de recursos, reducen su capacidad de pago de obligaciones y de contribución fiscal, se deteriora la calidad del endeudamiento que tienen contraído y, con él, los activos de sus prestamistas y acreditantes, normalmente bancos comerciales, que ven doblemente mermados sus balances, ya que sus prestatarios y acreditados demuestran una menor capacidad de pago, incluidos sus deudores soberanos⁷¹. Como respecto de cualquier otro evento potencialmente lesivo, frente al riesgo de insolvencia soberana pueden hacerse dos cosas, anticiparlo mediante descuento o camuflarlo; la primera opción anticipa el riesgo, lo trae a presente, la segunda lo difiere y, por tanto, traslada la efectividad de la pérdida a un momento posterior. Ya hemos visto que la estrategia de la regulación bancaria para el riesgo de insolvencia soberana consiste en camuflarlo o, para ser más precisos, en negarlo. Prueba nítida de esto es la declaración formal de la deuda soberana, sea cual sea el país que la emite, como activos libres de riesgo en los balances de los bancos comerciales lo cual constituye, a la vista de la crisis de la Eurozona, una mentira regulatoria palmaria. Esto significa, entre otras cosas,

⁶⁸ Si alguna obra de las que he citado en este trabajo merece el calificativo de indispensable es, sin duda, la de estos dos autores (2009).

⁶⁹ Su formulador originario fue MARKOWITZ (1952).

⁷⁰ Sigo aquí la exposición de TIRADO MARTÍ (2015). Una reciente aproximación a la reestructuración de deuda pública y a su papel central en el funcionamiento de la Eurozona es la de TSOMOCOS y WANG (2019).

⁷¹ El tratamiento que ofrece CALVO VÉRGEZ (2017) de este fenómeno de contagio bidireccional me parece, además de enciclopédico, muy riguroso.

que los bancos tenedores nunca se ven obligados a corregir contablemente el valor de sus títulos de deuda pública mediante la dotación de provisiones por deterioro de activos y el correlativo reconocimiento de pérdidas. Otra consecuencia consiste en que la deuda pública es aceptada sin restricciones como garantía colateral de las operaciones de pasivo interbancarias, o sea, entre bancos comerciales y entre estos y sus Bancos Centrales⁷².

Los *defaults* soberanos, con sus diversas variantes y manifestaciones, son constantes en la historia económica y, por mucho que pretendamos ocultarlo, en absoluto es un fenómeno exclusivo de Estados fallidos o poco desarrollados, como lo demuestra la crisis de la Eurozona o, fuera de ella, de Islandia⁷³, donde se han aplicado las técnicas propias de los mecanismos de mercado que a continuación mencionamos. Ahora bien, es de la máxima importancia puntualizar, con REINHART y ROGOFF, que, aunque se emplee la palabra insolvencia, hay una diferencia fundamental cuando se aplica a los operadores económicos de mercado y cuando se aplica a los Estados: en el primer caso, se trata de una *incapacidad* del deudor, presente o inminente, de atender de manera ordinaria el pago de sus obligaciones corrientes con arreglo al criterio de empresa en funcionamiento; en el segundo, de “la decisión estratégica del deudor de que el pago [completo de la deuda] no merece el sacrificio que tal cosa exigiría”⁷⁴.

Llama la atención que la propuesta de instaurar un mecanismo de mercado, no jurídico-público o regulatorio, para el arreglo y reestructuración de la deuda soberana en la Eurozona haya pasado inadvertida y continúe relegada a una posición minoritaria, aunque lo explicado hasta este momento ayuda a entender la resistencia generalizada.

El denominado *resolvency model*⁷⁵ –sus proponentes insisten en que se trata de un neologismo– es una estructura institucional basada en la denuncia o declaración de insolvencia que da lugar a un procedimiento de acción colectiva mediante el llamamiento a todos los tenedores de deuda soberana de un país o países, con la consiguiente espera, diferimiento del vencimiento y suspensión del devengo de intereses y, en su caso, quitas sobre principales e intereses, entre otras medidas de reestructuración. Hay que aclarar que una solución de este tipo está prevista en las dos estructuras de asistencia financiera ya mencionadas aquí, el MEEF y el MEDE, pero como medida subsidiaria, excepcional, impracticable y, de hecho, nunca llevada a la práctica en la Eurozona⁷⁶. En esencia, los Tratados del MEEF y del MEDE imponen la obligación a los Estados firmantes de incluir cláusulas de acción colectiva y de reestructuración en las emisiones de deuda pero, al exigirse la unanimidad entre los tenedores de la deuda y no estar previstas instancias organizadas ni procedimientos de activación, tramitación y resolución, deviene inviable un ágil, ordenado y eficaz tratamiento de las situaciones de crisis. Se trataría, según los proponentes, de hacer compatibles los citados mecanismos de estabilidad financiera, una vez reformados, con la reestructuración voluntaria y coordinada colectivamente. Resumimos los elementos fundamentales de esta estructura institucional⁷⁷ que, por otra parte,

⁷² De nuevo, véase TIRADO MARTÍ (2015, pp. 2475-2481). REINHART y ROGOFF (2009, p. 66) ponen también el énfasis en esta nueva función de los títulos de deuda pública en el funcionamiento de los sistemas bancarios modernos, especialmente en la faceta de dación de liquidez a las entidades de crédito.

⁷³ Puede verse, a este respecto, el trabajo de MÉNDEZ PINEDO (2013).

⁷⁴ REINHART y ROGOFF (2009, p. 59), la traducción es mía.

⁷⁵ Los principales formuladores del esquema son PAULUS y TIRADO MARTÍ (2013). El tratamiento de prolegómenos y demás aspectos más o menos colaterales podrá encontrarse en otros trabajos: TIRADO MARTÍ (2012), BUCHHEIT, GULATI y TIRADO MARTÍ (2013). La expresión podría ser, según supongo, una combinación de dos palabras inglesas, *resolution* (resolución) y *solvency* (solvencia), con la que se indicaría la idea de reestructurar para facilitar el regreso a la solvencia del Estado en cuestión: cfr. PAULUS y TIRADO MARTÍ (2013, p. 8, con nota 16).

⁷⁶ Cfr. TIRADO MARTÍ (2012, pp. 14 y ss.).

⁷⁷ Baso mi resumen en PAULUS y TIRADO MARTÍ (2013).

están inspirados en otras ya existentes, típicamente en la esfera del Fondo Monetario Internacional:

- En primer lugar, la reforma de los instrumentos de asistencia MEEF/MEDE iría orientada a eliminar la configuración *contractual* de las ayudas de reestructuración, que requiere, según hemos anticipado, la total unanimidad de los tenedores en la aceptación de las condiciones⁷⁸, que quedaría sustituida por decisiones colectivas adoptadas por mayoría de cuotas de participación en la totalidad de las emisiones de deuda.
- En segundo término, los fondos aportados con cargo al MEEF/MEDE dejarían de tener preferencia frente a los demás acreedores (del sector privado) y de quedar excluidos de las quitas que pudieran acordarse, ya que esto supone una lesión de la regla *par condicio creditorum*.
- A semejanza del régimen del célebre Chapter 11 del US Bankruptcy Code, el procedimiento de *resolvency* “no es más que una invitación a las partes a negociar”, sin predeterminedar cuál sea su respuesta ni el contenido de las negociaciones⁷⁹. Los incentivos de conjunto para la aceptación de la aplicación del procedimiento serían los indicados en el siguiente punto.
- Los requisitos para un buen funcionamiento del mecanismo de *resolvency* serían: *a)* la instauración de un órgano cuasi-jurisdiccional e independiente, tanto de los Estados miembros de la UE como del propio BCE/SEBC; *b)* unas normas básicas de procedimiento para la tramitación de asuntos en dicha instancia; *c)* la inclusión obligatoria de una cláusula de sumisión al mecanismo de *resolvency* en todas las emisiones de deuda soberana de la Eurozona.

Es evidente que un marco de reestructuración de este tipo va dirigido, precisamente, a asegurar lo contrario de lo conseguido por las compras masivas de deuda soberana por el BCE/SEBC: que el interés de las emisiones soberanas refleje realmente el riesgo de la inversión según es percibido por los mercados⁸⁰. Las medidas de quita, espera, reestructuración, agrupación y novación que se adopten en sede de la instancia cuasi-jurisdiccional son, en suma, respuestas no liquidativas de acción grupal que, al tiempo que protegen a los Estados emisores, les compelen a recuperar la confianza de los inversores y operadores de los mercados mediante la adopción de las medidas de política fiscal y económica de retorno al crecimiento sano.

4. Glosas de la jurisprudencia Pringle-Gauweiler-Weiss del TJUE

Para organizar este apartado, hacemos un breve resumen de cada una de las tres Sentencias y dedicamos un último epígrafe a la exposición, según nuestro personal entendimiento, de la línea jurisprudencial sentada por el TJUE. Así quedarían mejor enmarcados los conflictos resueltos por el Tribunal en los momentos clave de la crisis de la Eurozona, las decisiones y

⁷⁸ En esencia, esta configuración del MEEF/MEDE va dirigida a garantizar un alto nivel de influencia política en las operaciones de reestructuración para evitar que los acreedores disidentes puedan salirse del acuerdo y ejecutar las garantías de sus posiciones acreedoras sobre las ayudas o transferencias al Estado deudor con cargo al propio MEEF/MEDE: este aspecto concreto es analizado en BUCHHEIT, GULATI y TIRADO MARTÍ (2013).

⁷⁹ PAULUS y TIRADO MARTÍ (2013, p. 8).

⁸⁰ Cfr. PAULUS y TIRADO MARTÍ (2013, p. 32).

actuaciones del BCE/SEBC y las reacciones provocadas, al tiempo que se percibiría más claramente su entrelazamiento a través de un hilo argumental común. Como anticipé al principio, la Sentencia del BVG de 5 de mayo de 2020, de la que no puedo ocuparme ahora y que solo trataré de soslayo, condensa, en términos de contrapunto, el debate sobre las principales cuestiones de fondo abordadas por el TJUE en estas tres Sentencias. El BVG ha jugado un papel de originador de dos de ellas para, mediante una Sentencia disruptiva y polémica, tanto en el fondo como en la forma, hacerse con la última palabra en el debate, al menos por el momento.

4.1. Los instrumentos intergubernamentales o extracomunitarios (MEEF/MEDE) y la reforma del art. 136 TFUE: la Sentencia *Pringle*

La cuestión prejudicial atendida por la Sentencia *Pringle*, del Pleno del TJUE, de 27 de noviembre de 2012, recaída en el Asunto C 370/12, se tramitó por el procedimiento acelerado. Fue promovida en el marco de un recurso contra una sentencia de la Supreme Court (Irlanda) interpuesto por el Sr. Pringle, parlamentario irlandés, en el litigio entre el citado demandante, por una parte, y el Gobierno de la República de Irlanda y su Fiscal General, por otra, en el que solicitó se declarase que la modificación del artículo 136 TFUE por el artículo 1 de la Decisión 2011/199 –a la que ya hemos aludido anteriormente, como se recordará– es contraria al TFUE y que, al ratificar, aprobar o aceptar el Tratado constitutivo del MEDE, Irlanda adquiriría obligaciones incompatibles con los Tratados en los que se fundamenta la UE. La petición de decisión prejudicial tenía por objeto que el TJUE resolviese sobre la validez de la Decisión 2011/199/UE, que formulase una interpretación de algunos preceptos clave del Tratado de la Unión Europea (TUE, arts. 2, 3, 4.3 y 13) y del TFUE (arts. 2.3, 3.1.c, 3.2, 119 a 123 y 125 a 127) y de los principios generales de tutela judicial efectiva y de seguridad jurídica. No entraremos en el detalle del contenido de la Sentencia⁸¹ pero sí en los dos aspectos que más directamente nos interesan.

El apartado 25 de la Sentencia cita uno de los argumentos principales de la demanda del Sr. Pringle: “al establecer el MEDE, los Estados miembros cuya moneda es el euro crean para sí mismos una institución internacional autónoma y permanente con la finalidad de eludir las prohibiciones y las restricciones enunciadas por las disposiciones del Tratado FUE relativas a la política económica y monetaria”. A esto responde el TJUE que el MEDE no incide en la competencia exclusiva de la UE en política monetaria (estabilidad de precios), ya que afecta solamente a la política económica y a su coordinación: “evidentemente, la concesión de una ayuda financiera a un Estado miembro no forma parte de la política monetaria” (dice la Sentencia en su apartado 57). Y, más adelante: “el mecanismo de estabilidad cuyo establecimiento prevé el artículo 1 de la Decisión 2011/199 constituye un aspecto complementario del nuevo marco normativo para el reforzamiento de la gobernanza económica de la Unión” (apartado 58). Y despacha el TJUE la cuestión del siguiente modo: “se ha de concluir que el establecimiento del referido mecanismo está incluido en el ámbito de la política económica” (apartado 60).

En segundo razonamiento de interés para nosotros es el modo en que la Sentencia refuta un argumento empleado por el Sr. Pringle en el litigio principal, consistente en lo siguiente: “la concesión de una asistencia financiera a los Estados miembros cuya moneda es el euro o la recapitalización de sus instituciones financieras, así como los préstamos necesarios al efecto, en la magnitud prevista por el Tratado MEDE, *umentarían la cantidad de euros en circulación*.”

⁸¹ Hay bastantes análisis de la Sentencia disponibles, entre otros, los de AGUILAR CALAHORRO (2014), SERRANO PÉREZ (2013), HINOJOSA MARTÍNEZ (2014), ORDÓÑEZ SOLÍS (2013) y LO SCHIAVO (2013). Sin llegar a desgranar todo el contenido de la Sentencia, me han parecido útiles las observaciones de SCHILLIG (2016, pp. 346-351) y LASTRA (2016, p. 114), ambos en relación con la configuración jurídica del MEDE.

Ahora bien, los Tratados en los que se fundamenta la Unión *confieren al BCE la potestad exclusiva de regular la masa monetaria en la zona del euro*. Según esa argumentación, esos últimos Tratados no permiten que una segunda entidad ejerza esas funciones y actúe en paralelo al BCE, fuera del marco del ordenamiento jurídico de la Unión. Por otro lado, *el aumento de la masa monetaria tiene una influencia directa en la inflación*. Por tanto, las actividades del MEDE podrían tener incidencia directa en la estabilidad de los precios en la zona del euro, lo que afectaría al núcleo mismo de la política monetaria de la Unión⁸² (apartado 93), que es competencia exclusiva del BCE/SEBC. La respuesta del TJUE es que “las actividades del MEDE no forman parte de la política monetaria a la que se refieren esas disposiciones del Tratado FUE” (apartado 95); “*el MEDE no tiene como objetivo mantener la estabilidad de los precios sino que pretende satisfacer las necesidades de financiación de los miembros del MEDE*”; “*el MEDE no está habilitado para fijar los tipos de interés oficiales para la zona del euro ni para emitir euros*, debiendo financiarse la totalidad de la asistencia financiera que conceda, con observancia del artículo 123 TFUE, apartado 1, con capital desembolsado o mediante la emisión de instrumentos financieros⁸³” (apartado 96).

Otra alegación del Sr. Pringle en el litigio principal que tiene interés para nosotros viene relatada en el apartado 108 de la Sentencia: “el Tratado MEDE constituye una modificación y una subversión fundamentales del ordenamiento jurídico que rige la unión económica y monetaria y es incompatible con el Derecho de la Unión. El demandante en el litigio principal subraya que, del segundo considerando de la Decisión 2011/199⁸⁴, resulta que el propio Consejo Europeo estimó que la creación de un mecanismo de estabilidad permanente requería una modificación del Tratado FUE” (modificación que, como sabemos, se llevó efectivamente a cabo). Es rechazada por el TJUE de manera expeditiva: el MEDE es un mero instrumento de financiación, aunque confiere apoyos condicionados a ajustes macroeconómicos (apartado 111).

Por último, otra de las alegaciones del Sr. Pringle en el litigio principal fue la vulneración del art. 123 TFUE, que prohíbe al BCE y a los Bancos Centrales nacionales prestar a los Estados miembros o adquirir directamente instrumentos de deuda pública. Para el TJUE, el art. 123 TFUE se dirige específicamente al BCE y a los citados Bancos, pero no a los Estados miembros que, como es obvio, sí pueden prestarse entre sí (apartado 125). La Sentencia no entra en la discusión de si pudiera entenderse que, aunque sean los Estados miembros los que se prestan entre sí y que el vehículo jurídico para la instrumentación de las relaciones crediticias es el propio MEDE -organización dotada de personalidad jurídica propia, separada e independiente de los Estados aportantes de fondos-, podríamos estar ante un *fraude al Derecho primario de la UE*, al permitirse que los países miembros y la misma UE consigan por otra vía aquello que les está prohibido hacer por su ordenamiento propio.

4.2. Anuncio del primer programa de compra de deuda soberana por el BCE/SEBC: la Sentencia Gauweiler

Si la Sentencia del caso Pringle se centró en los problemas de encaje legal de los mecanismos de asistencia *externos* a la UE, la del 16 de junio de 2015 (*Peter Gauweiler y otros contra Deutscher Bundestag*, recaída en el Asunto C-62/14), de la Gran Sala, hizo lo propio con ocasión del

⁸² Las cursivas son nuestras.

⁸³ Las cursivas son nuestras.

⁸⁴ Dice, en efecto, el segundo Considerando, que: “En la sesión del Consejo Europeo de los días 28 y 29 de octubre de 2010, los Jefes de Estado o de Gobierno convinieron en la necesidad de que los Estados miembros estableciesen un mecanismo permanente de crisis para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto, e invitaron al Presidente del Consejo Europeo a emprender consultas con los miembros del Consejo Europeo en relación con una modificación limitada del Tratado, necesaria para ello”.

anuncio del lanzamiento de los programas de compra de deuda del BCE/SEBC. Objeto de numerosos comentarios⁸⁵, también concentraremos nuestra atención en lo más relevante para nuestros propósitos.

Hemos de considerar plenamente respaldada por el Derecho de la UE y pacíficamente aceptada la idea de que si el BCE/SEBC financiase a los Estados de la Eurozona mediante líneas de crédito individualizadas estaríamos ante una monetización directa y explícita de la deuda pública europea. La bien conocida propuesta de la emisión de *eurobonos* supondría mutualizar el endeudamiento de los Estados miembros y, por tanto, dotaríamos a la UE de algo que todavía no tiene, una autoridad fiscal propia, responsable de un presupuesto único, nutrido por impuestos y deuda⁸⁶. Las denominadas *operaciones de mercado abierto* o de política monetaria no convencional fueron consideradas y definidas por el BCE algo más tarde que la Reserva Federal de EEUU, concretamente en 2010, con el lanzamiento del primer programa de compra de bonos soberanos, el SMP (Securities Market Programme), antecedente inmediato del OMT (Outright Monetary Transactions), cuyo anuncio el 2 de agosto de 2012⁸⁷ y posterior definición de condiciones⁸⁸ constituye el origen del conflicto resuelto por la Sentencia Gauweiler. Esto significa que el litigio ante el Tribunal Constitucional alemán se inició antes de que el programa OMT se llevase a efecto y que, de hecho, las compras de deuda soberana con cargo a este programa nunca se llevaron a la práctica, probablemente por la sola interposición de esta impugnación -o, al menos, en buena medida-, aunque podría decirse que el mero anuncio surtió los mismos efectos que su puesta en práctica real⁸⁹.

No nos detendremos en la más que sugerente cuestión jurídico-procesal de que el objeto originario de la *litis* en el Tribunal nacional *a quo* fuera, precisamente, el simple anuncio de lanzamiento del programa OMT y no sus instrumentos normativos y ejecutivos ni su implementación por el BCE/SEBC -que, como acabamos de decir, nunca tuvo lugar-. Tan solo nos interesa saber que la impugnación del anuncio de lanzamiento del OMT ante el Tribunal Constitucional Alemán fue admitida a trámite y que, en el curso del procedimiento iniciado,

⁸⁵ Algunas de las reseñas que sigo y referencio aquí son las de HOFMANN (2015) y (2018), HINAREJOS PARGA (2015), SARMIENTO RAMÍREZ-ESCUADERO (2015), CRAIG y MARKAKIS (2016), TRIDIMAS y XANTHOULIS (2016) y ESTELLA DE NORIEGA (2018b).

⁸⁶ Este aspecto es bien analizado por LASTRA (2016, p. 117). Es conocido el debate, vivo y actual, en torno a los *eurobonos*; en este sentido, ha dicho CALVO VÉRGEZ -que se declara abiertamente partidario- que “los recientes avances logrados constituyen un paso adelante para alcanzar, quizás en un futuro próximo, una emisión conjunta de deuda como un elemento más del progreso de la unión fiscal. Y, en el supuesto de que ello no resultase posible, habrán de estudiarse otras alternativas tales como la emisión de euroletras o la creación de un *fondo de amortización* para poner en común la deuda del conjunto de los Estados miembros que supere un determinado nivel respecto al PIB. Creemos firmemente que dichas posibles opciones habrían de ser gestionadas por un Tesoro europeo creado al efecto” (2016, p. 342, cursiva en el original).

⁸⁷ El anuncio fue precedido por la comparecencia pública de M. DRAGHI del 26 de julio, con ocasión de la UK Trade&Investment Global Investment Conference, celebrada en Londres, en la que pronunció su ya célebre: “within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro and, believe me, it will be enough”: véase la reseña de prensa disponible en https://www.kfw.de/KfW-Group/Newsroom/Latest-News/News-Details_426753.html, así como el video con las palabras textuales en <https://www.youtube.com/watch?v=W97hM8eCE5g>. La nota de prensa del BCE previa al anuncio del 2 de agosto de 2012, titulada “Introductory statement to the press conference (with Q&A)”, está disponible en <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120802.en.html>.

⁸⁸ Hechas públicas mediante la Nota de Prensa del BCE “Technical features of Outright Monetary Transactions”, del 6 de septiembre de 2012, disponible en https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.

⁸⁹ Esta es, al menos, la valoración que hace DRAGHI (2019, p. 3): “While OMT was never activated, the effect of its announcement was equivalent to that of a large-scale asset purchase programme: spreads in vulnerable countries fell on average by more than 400 basis points over the next two years. The macroeconomic impact of OMT was also analogous to other purchase programmes: ECB research finds that the GDP and price effects of OMT were broadly in line with those estimated for the QE that took place in the United States and the United Kingdom”.

dicho Tribunal planteó al TJUE, en 2014, una serie de cuestiones prejudiciales⁹⁰. Para el Tribunal *a quo*, en relación con el programa anunciado por el BCE, se suscitaban las siguientes dudas sobre las que se pedía pronunciamiento: *a*) la posible actuación *ultra vires* del BCE consistente en la invasión de las competencias sobre política económica, exclusivas de los Estados miembros; *b*) la violación de la prohibición de financiación monetaria de los Estados miembros por parte del BCE, contenida en el art. 123 TFUE; *c*) la potencial vulneración de los poderes presupuestarios de las legislaturas nacionales, en tanto que las eventuales pérdidas procedentes de la deuda pública adquirida podrían provocar la situación de insolvencia del BCE/SEBC, que se trasladaría a la de sus accionistas, los Estados miembros⁹¹.

En esencia, la Sentencia Gauweiler viene a ser una paradójica continuación de Pringle, a la que cita de manera expresa. Si, en Pringle, el TJUE había dicho, respecto de los mecanismos de asistencia financiera (MEEF/MEDE), que ni son instrumentos de política monetaria ni suponen una coordinación de la política económica de los Estados miembros al margen de las instancias de la UE, en Gauweiler, el TJUE afirma que “el hecho de que la adquisición de bonos soberanos en los mercados secundarios a condición de respetar un programa de ajuste macroeconómico haya podido considerarse incluida en el ámbito de la política económica cuando la lleva a cabo el MEDE (véase, en este sentido, la sentencia Pringle, apartado 60) no implica que la conclusión deba ser la misma cuando el SEBC utiliza este instrumento en el marco de un programa como el que se anunció en el comunicado de prensa” (apartado 63). De lo cual se sigue, según el TJUE, que “resulta decisiva la diferencia entre los objetivos que persigue el Mecanismo Europeo de Estabilidad y los que persigue el SEBC (...). Mientras que (...) un programa como el discutido en el litigio principal sólo puede aplicarse en la medida necesaria para mantener la estabilidad de precios, la intervención del MEDE pretende, por su parte, salvaguardar la estabilidad de la zona euro, objetivo que no está comprendido en el ámbito de la política monetaria (véase, en este sentido, la sentencia Pringle, apartado 56)” (apartado 64). De aquí se sigue la asombrosa consecuencia de que la diferenciación entre política económica y política monetaria depende del sujeto que aplica la medida y de los objetivos que el Derecho primario de la UE atribuye a ese sujeto, no del tipo de medidas ni de los efectos reales que las medidas producen, que pueden ser los mismos⁹².

Interesa hacer notar que, si bien el planteamiento de las cuestiones prejudiciales en Gauweiler creó un ambiente de pendencia judicial, el BCE no esperó a que el TJUE la resolviera y aprobó, el 22 de enero de 2015, con fecha efectiva de inicio de operaciones el 9 de marzo y por un importe máximo total de 100.000 millones de euros, la compra de títulos de deuda pública y de deuda privada corporativa para revitalizar la economía de la Eurozona y contrarrestar la deflación⁹³. Pero, en tanto que quedaba pendiente la efectividad del programa OMT por el BCE

⁹⁰ GARCÍA-ANDRADE ofrece un completo y detallado relato del Auto de la Sala Segunda, de 14 de enero de 2014 (BVerfG, 2 BvR 2728/13), por el que el *Bundesverfassungsgericht* (BVG/BVerfG) planteó la citada cuestión prejudicial ante el TJUE: (2014a, pp. 267-268) y (2014b). Muy interesante también es la descripción del contexto que ofrece HOFMANN (2015, pp. 1-2).

⁹¹ No sería impertinente mencionar las resonancias evidentes que el planteamiento de las cuestiones prejudiciales por el Tribunal Constitucional alemán en los casos Gauweiler y Weiss tiene con la bien conocida Sentencia del *Bundesverfassungsgericht* de 12 de octubre de 1993, sobre el caso Brunner, con ocasión de la ratificación por Alemania del Tratado de Maastricht: cfr. BVerfG, Az. 2 BvR 2134, 2159/92, BVerfGE 89, 155.

⁹² Aunque no tenemos ocasión para perdernos en los laberintos argumentales del TJUE, no nos resistimos a hacer notar que la Sentencia Pringle, para justificar la presencia del BCE para la instrumentación del MEDE, dice que “Las funciones atribuidas al BCE por el Tratado MEDE concuerdan con las diferentes misiones que el TFUE y los Estatutos del SEBC confieren a esa institución. (...). Por otro lado, del artículo 6.2 de los Estatutos del SEBC resulta que el BCE está facultado para participar en instituciones monetarias internacionales” (apartado 165). De esto podríamos deducir que, según el TJUE, el MEDE es una entidad que ejerce no una política económica sino monetaria, lo cual es manifiestamente contradictorio con la afirmación que acabamos de recoger del apartado 64 de la Sentencia Gauweiler.

⁹³ Cfr. LASTRA (2016, pp. 118-119). Véase también la nota de prensa disponible en https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html.

–recordemos que tan solo había un anuncio–, se abría otra ocasión de plantear una oposición, y así lo hicieron los mismos litigantes.

4.3. La ejecución y ampliación de los programas de compra de deuda soberana y confirmación de *Pringle* y *Gauweiler*: la Sentencia *Weiss*

El Tribunal Constitucional alemán volvió a plantear una petición de decisión prejudicial al TJUE con ocasión de una impugnación análoga, promovida casi por los mismos recurrentes que en el caso *Gauweiler*, ahora contra las Decisiones de implementación de los programas de compra de deuda del BCE/SEBC: la Decisión (UE) 2015/774 y la Decisión (UE) 2017/100. La primera de ellas establecía las condiciones detalladas del OMT y la segunda hacía lo propio con el programa que lo sustituyó, el Public Sector Purchase Programme (PSPP). Las cuestiones formuladas por el Tribunal *a quo* fueron idénticas que en el caso *Gauweiler*. No puede extrañar que la Gran Sala, mediante esta Sentencia de 11 de diciembre de 2018 (Asunto C-493/17), ofrezca una confirmación en toda regla de la doctrina *Gauweiler* y *Pringle*. Aunque, por razones de tiempo, no haya sido todavía objeto de mucha atención⁹⁴, nos permitimos pensar que, dada la ausencia de adiciones argumentales por parte del TJUE, va a ser difícil que reclame una atención semejante a las de sus precedentes y que no sea la de hacer notar su alcance claramente conformador de jurisprudencia.

Los apartados 103 y 104 de la Sentencia *Weiss*, con citas expresas de *Gauweiler* y *Pringle*, reafirman la facultad del BCE/SEBC de comprar a los acreedores de los Estados miembros títulos de deuda, ya que los adquiere indirectamente, es decir, en los mercados secundarios y con la condición de que no suponga, de facto, un efecto equivalente al de la adquisición directa de dichos títulos a los emisores bonos a las autoridades y organismos públicos de los Estados miembros. Se añade la cautela de que el BCE/SEBC “debe adoptar garantías suficientes para conciliar su intervención con la prohibición de la financiación monetaria prevista en el artículo 123 TFUE, de modo que tal programa no sea capaz de neutralizar en los Estados miembros beneficiarios la incitación a aplicar una sana política presupuestaria, que es el objetivo de dicha disposición” (apartado 106).

4.4. Razones y contra-razones de una asimetría indispensable

La pregunta principal que debemos responder es qué factura de Unión Europea queremos, y esto incluye contestar qué tipo de Unión Monetaria y en qué medida identificamos la una con la otra. Hasta el momento, la pertenencia de un Estado a la Unión Europea no conlleva por sí misma la pertenencia a la Eurozona, y viceversa, la adopción del euro por un Estado, no comporta su pertenencia a la UE, ni tan siquiera potencial o tendencialmente⁹⁵. En lo que concierne a la Unión Monetaria, la cuestión no quedaría expresada en términos correctos sin decidir si se trata de que el BCE/SEBC esté configurado y actúe de la misma manera que lo han hecho los Bancos Centrales de los Estados miembros antes de la Unión Monetaria, es decir, con arreglo al patrón un Estado/un Banco Central. Mi respuesta respecto de esto último es

⁹⁴ De momento, la única reseña que conocemos es la de PALÁ LAGUNA (2019). HOFMANN anticipó en cierta medida, tan solo unos meses antes de la Sentencia, el fallo del TJUE en el caso *Weiss* (2018).

⁹⁵ Un caso –que podría considerarse, tal vez, un tanto extravagante– de Estado que no pertenece a la UE pero que ha adoptado el euro como moneda de curso legal es el Principado de Andorra, según el Acuerdo Monetario entre la Unión Europea y el Principado de Andorra (2011/C 369/01), de 30 de junio de 2011, publicado en el DOUE del 17 de diciembre de ese mismo año. Me ha parecido ilustrativo y útil el análisis que ofrece ESTELLA DE NORIEGA (2018a, pp. 52 y ss.) sobre el acceso y salida de los países miembros y no miembros de la UE al euro.

claramente negativa, ya que considero que debe preservarse una asimetría constitutiva e indispensable.

No es este el lugar para exponer por extenso esta idea, por lo que me limito a decir que, según la arquitectura constitucional de la UE, el proceso de integración no tiene, ni como fin ni como medio, la pérdida, siquiera parcial, de competencias fiscales por los Estados miembros, que les pertenecen en exclusiva y en términos estrictamente soberanos, con la correlativa responsabilidad exclusiva frente a sus ciudadanos y contribuyentes. Considero que la creación de un macro-Estado, como magma final de un proceso de fusión de los Estados actuales, es una distopía contraria a la idea de una Europa unida. Sostengo, por tanto, que hay una polaridad esencial entre el BCE/SEBC, como una única instancia reguladora del sector bancario y competente en exclusiva sobre la política monetaria, por un lado, y los Estados miembros – estén o no en la Eurozona- junto con la propia UE (a través del Consejo) con competencias, en parte exclusivas y en parte concurrentes, sobre la política fiscal y económica. Una consecuencia de dicha polaridad es la prohibición de financiación monetaria y, con ella, de la compra de deuda soberana por parte del BCE/SEBC, ya que tal compra supone inevitablemente el correlativo incremento de la masa monetaria, según hemos explicado aquí. Tanto si la compra es directa, en mercado primario, como si es indirecta, en mercado secundario, se produce la creación de dinero o monetización y, al mismo tiempo, es la propia Autoridad Monetaria Única quien distorsiona el funcionamiento de los mercados y la formación de precios (diferenciales de interés exigidos a las emisiones) al perturbar la percepción del riesgo de insolvencia soberana por parte de los inversores, lo cual impide el único control heterónimo posible sobre la viabilidad de las balanzas presupuestarias de los Estados miembros y, por tanto, del desempeño de sus competencias fiscales⁹⁶. En esto radica la única opción para restringir la repercusión intergeneracional de cargas mediante los déficits fiscales y el endeudamiento público y, por tanto, la consecución de balanzas presupuestarias realmente sostenibles. La disciplina fiscal no es requisito suficiente para el crecimiento económico, pero sí es una condición indispensable.

La fuerte independencia de la que el BCE/SEBC está dotado en el Derecho primario de la UE juega en el proyecto de integración europea un papel tan original como imprescindible, que no replica ni la posición ni las funciones que, tanto *de iure* como *de facto*, tienen los Bancos Centrales respecto de sus Estados respectivos, que deben considerarse difuntas en el ámbito de los países de la Eurozona desde el mismo momento de la institución de la moneda única y de la Autoridad Monetaria Única Europea. Esto convierte en difíciles, complejos y ricos a todos los procesos de formación de políticas públicas en materia fiscal y económica, que deberán ser definidas e implementadas por cada uno de los Estados miembros, coordinados en el seno del Consejo y con arreglo a las competencias de cohesión y coordinación de la UE. El papel de apoyo de la política fiscal y económica que el Derecho primario de la UE confiere al BCE/SEBC ha de darse siempre, según entiendo, con respeto de la economía de mercado y para el fomento de balanzas presupuestarias saneadas. La compra masiva de deuda soberana por el BCE/SEBC vulnera ambos estándares, ya que altera sustancialmente y de forma deliberada el funcionamiento de los mercados de capitales e incentiva el mantenimiento de déficits fiscales crónicos y crecientes. En esto consiste la monetización de los déficits presupuestarios financiados por la emisión de deuda pública. Habremos de reconocer que el éxito de la Autoridad Monetaria Europea en la consumación simultánea de ese doble incumplimiento de su misión corporativa mediante los programas de compra de deuda soberana ha sido patente. Conocemos de antemano la respuesta que nos dará un político democráticamente elegido a la pregunta de qué prefiere, si explicarle a sus electores que paguen más impuestos para preservar el nivel de prestaciones que reciben del sector público o emitir deuda pública para financiar el desfase provocado entre el nivel de ingresos fiscales y el gasto público. La única forma conocida

⁹⁶ Esta idea, por desgracia casi olvidada, fue expuesta con enorme precisión por POIARES MADURO (1998, p. 103).

de garantizar el buen funcionamiento de las preferencias intertemporales en el ámbito presupuestario es la señal que los mercados proporcionan mediante los tipos de interés del endeudamiento público.

En mi opinión, han de ser los Estados miembros, a través de mecanismos intergubernamentales y extracomunitarios, quienes presten la asistencia financiera que consideren necesaria y aceptable a otros Estados miembros. Además, el BCE/SEBC no debe participar ni en la definición de esa asistencia ni en su implementación. La compra de deuda soberana debería estar expresa y claramente prohibida por el Derecho primario de la Unión Europea, sea en el mercado primario o en el secundario, justamente porque la monetización de los déficits fiscales y la mutualización del riesgo de *default* soberano son consecuencias irrefutables. Arbitrar un procedimiento paneuropeo de mercado para la reestructuración de deuda soberana alineado con el citado mecanismo de asistencia constituye una exigencia de atención inaplazable.

La supuesta capacidad infinita de creación de dinero por los Bancos Centrales está en la base de toda posición permisiva hacia sus programas de compra de deuda pública⁹⁷. La monetización de los déficits fiscales de la Eurozona a través de este mecanismo no consiste en otra cosa que en trasladar al balance del BCE/SEBC el riesgo de impago soberano. Un acierto destacable del Tribunal Constitucional alemán ha consistido, justamente, en señalar la corresponsabilidad de los Estados de la Eurozona en las pérdidas en que incurriría un BCE/SEBC quebrado como consecuencia de los *defaults* soberanos y en la ruptura, probablemente irreparable, de la legitimidad política que nace de la representatividad democrática para las balanzas fiscales nacionales. Al margen de otras consideraciones -cuya importancia no pretendo negar-, la dación de razones exigida al BCE por la Sentencia del BVG del pasado 5 de mayo me parece algo tan elemental que sorprende que quien ha sido requerido lo considere una ofensa, tal vez por sentirse dispensado de fundamentar sus decisiones mediante un lenguaje inteligible, exigencia que queda muy lejos de haber sido satisfecha con la comunicación de las minutas de las sesiones del Governing Council en las que se aprueban los Programas de compra de activos⁹⁸.

Al ser el dinero la representación semiótica del valor, la estrategia de crear dinero mediante la ilimitada emisión de deuda pública destruye la eficacia representativa del signo y, con él, el signo mismo. Conforme se hace palmario que la ausencia de valor es contrarrestada con algo que no lo causa, transmite o preserva, resulta evidente que se emplea un signo vacío. La compra por el BCE/SEBC de la deuda soberana que financia los déficits fiscales de los Estados de la Eurozona supone una concentración sin precedentes del riesgo de *default* soberano en el balance del titular exclusivo de la política monetaria de la UE. Pero la eventual quiebra del BCE/SEBC sería, ante todo, una quiebra de sentido, de significado, de representación, de legitimación, de confianza.

Hay, ciertamente, visiones bien distintas de esta. Es conocida la liderada por DE GRAUWE, que sugiere que los programas de compra de deuda pública en mercados secundarios por el BCE/SEBC es una técnica de dación de liquidez a sus tenedores (en especial, los bancos comerciales, pero no exclusivamente a ellos) y no de financiación monetaria de los Estados emisores, que solo tendría lugar si la compra se produjese en el mercado primario⁹⁹. Esta

⁹⁷ Así, por ejemplo, dice HOFMANN, en relación con la alegación del Tribunal Constitucional alemán, que el BCE “has de power to create money, and thus is most unlikely ever to go bankrupt” (2018, p. 25).

⁹⁸ NICOLAIDES (2020) ofrece un relato bastante pormenorizado del contenido de las minutas de las diferentes reuniones del Council en las que, en una primera aproximación, no se contienen argumentos de peso que permitan hablar de la existencia de razones verdaderamente justificativas, salvo que queramos atribuir al mero uso en las discusiones de las palabras “proporcionalidad”, “ponderación” o cualquiera de sus derivados un alcance auto-explicativo.

⁹⁹ Véase DE GRAUWE, JI y STEINBACH (2016), donde se encontrará un estudio empírico y cuantitativo con datos que llegan hasta finales de 2015, así como DE GRAUWE (2018, especialmente, pp. 184-185).

argumentación vendría completada por otra de naturaleza jurídico-constitucional, que mantiene que el art. 122 del TFUE respalda la prestación de asistencia financiera por parte de la UE a los Estados miembros en situaciones de emergencia que queden fuera de la capacidad de control de estos (dificultades en el suministro de productos esenciales, catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales). El BCE/SEBC se limitaría, por tanto, a ejercer su misión estatutaria de prestamista de último recurso de los bancos comerciales, así como a instrumentar una asistencia financiera a los Estados miembros frente a situaciones excepcionales como las de la crisis de deuda soberana de la Eurozona o la pandemia del Covid-19. Según DE GRAUWE, JI y STEINBACH, el análisis empírico de la evolución de los diferenciales de la deuda pública durante el periodo 2000-2015 muestra una dependencia débil del comportamiento de los factores macroeconómicos de los Estados miembros (básicamente, el ratio endeudamiento/PIB, el déficit por cuenta corriente, competitividad y crecimiento económico), lo que les lleva a atribuir las fluctuaciones a factores emocionales (*market sentiment*) de los operadores económicos y, por tanto, a poner en sordina la capacidad de los mercados financieros para disciplinar el comportamiento fiscal de los Estados¹⁰⁰. La reducción drástica de las primas de riesgo como consecuencia del mero anuncio por parte del BCE/SEBC del inicio de los programas de compra vendría a confirmar esta conclusión¹⁰¹.

No puedo entrar aquí en el debido contraste de ese análisis cuantitativo, pero sería oportuno decir que mis discrepancias surgen, ante todo, de una percepción diversa del alcance cualitativo de los incentivos de la política monetaria, así como de un entendimiento diferente de la cláusula de emergencia. Las resumiría así:

- a) Sugerir que la configuración de las balanzas fiscales nacionales y su relación con el endeudamiento soberano quedan fuera de la capacidad de control de los Estados miembros equivaldría a remitirse a una esfera de factores cósmicos que les convertirían en irresponsables e inmunes a todo control.
- b) La innegable respuesta de las primas de riesgo a los anuncios del regulador bancario no hace otra cosa que advenir la percepción de los operadores del mercado sobre la dependencia de la deuda pública de la política monetaria y, por tanto, de la ilimitada capacidad del BCE/SEBC de crear dinero de la nada. Además, desde la óptica de los incentivos, la falta de un mecanismo paneuropeo de mercado de reestructuración de deuda soberana impide que los inversores cuenten con una alternativa real para la toma de decisiones.
- c) En términos monetarios, la compra de deuda soberana por el BCE/SEBC en mercados secundarios tiene un efecto equivalente a su adquisición en el mercado primario y, en efecto, provee de liquidez a los bancos comerciales y a cualquier otro tenedor de los títulos de deuda, lo cual significa que el BCE/SEBC es una especie de dador universal de liquidez con arreglo a criterios que nada tienen que ver con las finalidades propias de la política monetaria.
- d) La generalización y estabilidad en el tiempo de los programas de compra de deuda pública impiden por sí solas la consideración de estas medidas no convencionales de política monetaria como respaldadas por la ya citada cláusula de excepcionalidad.

¹⁰⁰ Cfr. DE GRAUWE, JI y STEINBACH (2016, especialmente, pp. 6-15).

¹⁰¹ Dicen, literalmente, DE GRAUWE, JI y STEINBACH: “the decline in the spreads was made possible mostly by the OMT-announcement” (2016, pp. 11-12).

5. Recapitulación final y la metáfora del caballo muerto

En este estudio bizarro e incompleto he tratado de una cuestión principal mediante la combinación, tal vez poco exitosa, de diferentes perspectivas. El centro de atención ha sido una concreta modalidad de actuación del BCE/SEBC, consistente en la compra masiva –en proporciones *faraónicas*¹⁰², según ha sido calificada- de títulos de deuda soberana de los Estados de la Eurozona en mercados secundarios. A mi entender, algo de este calibre solo puede ser analizado desde una óptica comprensiva, al menos en la medida de lo razonablemente factible; de ahí que haya combinado los enfoques de teoría monetaria, economía institucional, teoría de juegos y análisis económico del derecho. He intentado trasladar al lector mi impresión de que los citados programas del BCE/SEBC reverberan el hondo debate fundacional del proyecto común europeo y obligan a emplearse a fondo para definir en qué medida contribuyen a su desenvolvimiento o, por el contrario, lo debilitan o socaban. Habrán visto que me decanto por esto último. También se habrá advertido que postulo como indispensable –que no como exclusivo- un régimen de control técnico del funcionamiento del BCE/SEBC, principalmente en términos de teoría monetaria, que ha de aplicarse conjuntamente con los de carácter estrictamente jurídico, controles todos ellos que deben ser ejercitados por el TJUE. En definitiva, sostengo que ha sido precisamente la ignorancia voluntaria del TJUE sobre las causas y los efectos de ciertos instrumentos de política monetaria la que le ha llevado a emitir pronunciamientos equivocados sobre los programas de compra de deuda soberana por el BCE/SEBC basados, a su vez, en una interpretación errónea, por el mismo motivo, del Derecho primario de la UE. Sin intención alguna de resolver de un golpe la cuestión, la participación activa del BVG en el debate, en especial a través de su Sentencia del 5 de mayo de 2020, ha tenido el mérito de dirigir la atención sobre lo más importante, la legitimación del BCE en la estructura institucional de la UE y, de paso, en el entero panorama internacional comparado¹⁰³.

Ciertamente, las derivaciones redistributivas de la política monetaria obligan a tratar de frente la legitimación del BCE/SEBC, que no es una legitimación democrática sino, como con enorme tino dijo SCHARPF, una *legitimación contingente*, basada en los resultados eficientes y justos de sus misiones reguladoras y esto incluye el estricto respeto de sus límites funcionales¹⁰⁴. Esta legitimación exige por sí misma un control de resultados, lo cual solo puede llevarse a cabo en términos estrictamente técnicos, como hemos intentado hacer aquí. Así pues, en sentido técnico, pensamos haber demostrado que la compra de deuda soberana por el BCE/SEBC en mercados secundarios monetiza los déficits públicos de la Eurozona, con un incremento de la masa monetaria igual al importe neto de las compras, lo cual no puede significar otra cosa que la financiación monetaria por el BCE/SEBC de los Estados miembros emisores de la deuda adquirida, con la consiguiente violación de la prohibición del art. 123.1 TFUE.

La realidad económica ha demostrado que los tipos de interés no son capaces de dirigir el flujo del crédito y, por tanto, la herramienta tradicional de los Bancos Centrales ha quedado desfasada, privada de sentido. Queda de manifiesto, con toda su radicalidad, que los bancos comerciales, como cualquier otro potencial prestamista, dan crédito en virtud de las expectativas sobre la capacidad de pago de sus acreditados y que es la falta de proyectos solventes, desincentivados por políticas fiscales predatorias –que se apoyan, justamente, en los

¹⁰² El epíteto es de HOFMANN (2018, p. 26), y viene referido al momento (mayo de 2017) en que el volumen de compras aún estaba en 180.000 millones de euros.

¹⁰³ Recomiendo un trabajo que me ha resultado de mucha utilidad para la comprensión de gran número de las implicaciones y derivaciones de la legitimidad de los Bancos Centrales, el de TUCKER (2108).

¹⁰⁴ Véanse dos trabajos de SCHARPF que juzgo particularmente lúcidos (1999, especialmente, pp. 12, 22 y 23) y (2000, especialmente, pp. 4-5).

déficits que la política monetaria financia- la única causa de la crisis de identidad de todos los Bancos Centrales, incluido el BCE/SEBC¹⁰⁵. Recurriré al tropo para ilustrar con sencillez y brevedad la idea: cuando te das cuenta de que el caballo está muerto, la mejor decisión es dejar de montarlo¹⁰⁶. Mediante los programas de compra de deuda soberana, el BCE/SEBC hace algo tan carente de sentido como fustigar jamelgos difuntos.

Resumo así la trama argumental de este ensayo y las sugerencias que se seguirían de ella:

- El principal error de juicio de la jurisprudencia del TJUE ya consolidada se deriva de una falla de comprensión técnica, consistente en no entender que la compra de deuda soberana por el BCE/SEBC, tanto si se produce en el mercado primario como en el secundario, tiene como efecto ineludible, en un sistema de dinero escriturario como el actual, la financiación monetaria de los déficits públicos de los Estados miembros emisores, consistente en la creación de dinero por la misma cuantía de la compra y con total independencia de quién sea el vendedor, un banco comercial u otro sujeto que no tenga tal condición. Sin perjuicio de sus consecuencias inflacionarias -y, por tanto, redistributivas-, esta práctica supone una violación del art. 123.1 del TFUE.
- El sentido de la prohibición de financiación monetaria de los Estados miembros por el BCE/SEBC está enraizado en un elemento de polaridad clave en el proyecto europeo, que consiste en el otorgamiento en exclusiva a aquellos por el Derecho primario de la UE de las competencias de política fiscal y económica –sin perjuicio de las de coordinación conferidas a las instancias de la propia UE- y al BCE/SEBC las de política monetaria, igualmente en exclusiva. De la exclusividad en la titularidad de las competencias de política fiscal y económica se deriva la también exclusiva responsabilidad de los Estados miembros frente a los operadores del mercado, de manera que el precio de la deuda pública que emiten para la financiación de sus déficits, materializado en los diferenciales de interés, funcione como referencia y límite del desempeño presupuestario. La compra de deuda pública por el BCE/SEBC es, por tanto, una actuación incompatible con el marco constitucional de la UE.
- La secuela inevitable de esto que se acaba de decir no puede ser otra que la de sacar del ámbito comunitario los medios de ayuda financiera a los Estados miembros, que habrán de ser implementados a través de instrumentos intergubernamentales, en uso de facultades que, en tanto que Estados, mantienen incólumes desde el punto de vista del Derecho primario de la UE, bien que con la obligación de respeto de dicho ordenamiento. Así se ha hecho, a mi entender de forma básicamente correcta, con la constitución y puesta en práctica del MEEF/MEDE. Puntualizaré, no obstante, que el BCE/SEBC no debe, ni por razones de su mandato constitutivo ni de oportunidad, participar en modo alguno, directo o indirecto, en los mecanismos intergubernamentales de asistencia financiera, que habrán de ser definidos y puestos en práctica con arreglo al régimen de controles de los Estados participantes, sean o no miembros de la UE y/o de la Eurozona. Dichos instrumentos deberían quedar complementados por un nuevo sistema paneuropeo de mercado para la reestructuración de deuda pública en casos de *default* soberano, según se ha propuesto

¹⁰⁵ Me resultó muy acertada la conclusión a la que, en este mismo sentido, llegan RYAN-COLLINS, GREENHAM, WERNER, y JACKSON (2012, p. 82).

¹⁰⁶ La teoría o metáfora del caballo muerto está muy bien descrita en la viñeta disponible en <https://pbs.twimg.com/media/D2QLITdXQAAIXKd.jpg:large>, que ilustra el dicho de las tribus indias de Dakota, “When you discover that you are riding a dead horse, the best strategy is to dismount”, y lo compara con no tan infrecuentes estrategias en la economía, la educación y la política.

con todo acierto y fundamento.

- Al menos por la información de la que en este momento disponemos, el único efecto real y contrastable de los programas de compra de deuda soberana del BCE/SEBC ha sido la reducción significativa de los tipos de interés de mercado de las emisiones, sin que pueda apreciarse un impacto relevante sobre el incremento neto de los flujos de crédito de los bancos comerciales hacia los agentes productivos, ni tampoco sobre la inflación. Esto significaría, sencillamente, que carece de fundamento la idea, amparada por el TJUE, de que la incidencia tan significativa, en términos cuantitativos y cualitativos, del BCE/SEBC en los mercados de deuda pública sea una condición indispensable de transmisión de los efectos de la política monetaria a la economía real.
- Un fracaso de este calibre, más aún cuando ha sido jurisprudencialmente replicado y respaldado, pone gravemente en tela de juicio el proyecto europeo en su conjunto y, en especial, al propio BCE/SEBC, que juega un papel crucial en el escenario representativo de la moneda única. No insistiremos bastante en que el dinero, con arreglo a la hermenéutica semiótica que hemos hecho propia, es un signo que causa el valor que significa y, porque lo causa, lo significa. Pues bien, uno de los principales intérpretes de esta narrativa ha llevado a cabo, del modo que hemos visto, actuaciones destructivas de valor capaces de hacer del euro un signo que no significa valor y, en consecuencia, no puede ni causarlo, ni transmitirlo, ni preservarlo.

Si bien la doctrina oficial y asentada proclama que el fallo de la regulación estuvo en el origen de la *Gran Recesión*, no termina de quedar claro si por exceso o por defecto. No estaré demasiado equivocado al decir que la versión predominante es que el fallo fue por carta de menos, o sea, por consentir que las ciegas fuerzas del mercado financiero, la glotonería especulativa, en suma, determinaran nuestros designios. En el ángulo ciego de este gran relato se encuentran las multitudes que, durante una década prodigiosa, obtuvieron crédito para comprar un par de viviendas, la habitual y la de vacaciones, y un par de automóviles de alta gama y que, cuando se acabó la fiesta, se metamorfosearon en multitudes indignadas. Oímos con frecuencia que la regulación no solo arregla los fallos del mercado, sino también los de la propia regulación y, como es lógico, mediante una más intensa, detallada y extensa regulación¹⁰⁷. Y en esas estamos, aunque el juego y las reglas inicialmente ideadas para fundamentar la independencia de los Bancos Centrales se juegue con otros criterios y sobre un tablero diferente.

Podríamos ir camino de consagrar un nuevo *numen* -u orden místico, si se quiere-, el del BCE/SEBC, dotado de arcanos vericuetos decisionales y no menos inaccesibles ritos iniciáticos, y el TJUE habrá sido uno de sus más destacados promotores¹⁰⁸. Estoy plenamente conforme con que los reguladores independientes, incluido el BCE/SEBC, tengan una configuración estrictamente autoritativa en el marco de la gobernanza europea, lo cual quiere decir que el

¹⁰⁷ DARNACULLETA y LEÑERO (2014, pp. 194-195) sugieren que la regulación (y los reguladores) “ha contribuido a la aparición y extensión de los efectos de la crisis”. DARNACULLETA también se refiere a la excesiva complejidad de la toma de decisiones y del entramado organizativo de la regulación bancaria (2012, pp.35-36). Déjenme remitirme al interesante y franco discurso de DRAGHI, con ocasión de su investidura como Doctor Honoris Causa por la Universidad de Sant’Anna (Pisa), que tal vez refleje con fidelidad su valoración de los acontecimientos y de su proyección futura: cfr. DRAGHI (2018).

¹⁰⁸ Para el Presidente del BCE, la jurisprudencia del TJUE confirma la flexibilidad del mandato del BCE según el Derecho primario de la UE: “This not only affirmed that asset purchases are a legal instrument of monetary policy in the euro area, but emphasised the broad discretion of the ECB in using all our tools in a necessary and proportionate way to achieve our objective” [DRAGHI (2019, p. 4)].

sentido fundante de sus actuaciones es el propio de la *auctoritas*, en su acepción orsiana¹⁰⁹ más genuina, *un saber socialmente reconocido*, o sea, una competencia estrictamente técnica. Y esto significa que el control jurídico de su actuación ha de estar principalmente soportado por razones técnicas¹¹⁰. Mi censura a la posición del TJUE radica ahí, en su incapacidad para confrontar la urdimbre económica de las medidas adoptadas por el BCE/SEBC y discernir a través de ella sobre su consistencia con un marco jurídico-constitucional que, como cualquier otro, demanda arduos ejercicios de interpretación. Me aparto entonces de la idea de que la ausencia de legitimidad democrática sea la carencia que convierte en impugnables las decisiones con efectos redistributivos de una autoridad independiente como el BCE/SEBC. La única fuente indispensable de legitimación de la acción colectiva es la redistribución; de hecho, la democracia –toma de decisiones según voto *per capita*, no *per quota*– es esencialmente eso, una redistribución de partida. En la evaluación técnica de las consecuencias de los programas de compra de deuda soberana radica la principal causa de su rechazo. El TJUE ha elaborado el discurso del *ellos sabrán, todo sea por nuestro bien*. Y, de paso, ha contribuido a consagrar una herramienta de política monetaria que, para espanto de perplejos, tiene todas las trazas de convertirse en habitual. El mantenimiento de un saldo vivo y constante de deuda soberana en el balance del BCE/SEBC supondría, ni más ni menos, la reencarnación del espectro de la deuda perpetua de los Estados miembros.

Las cuestiones conexas no abordadas aquí forman una enorme elipsis. Para finalizar –ahora sí– deo constancia de mi compromiso de continuar con el estudio de ese amplio orden de implicaciones, remediar omisiones y enderezar yerros.

6. Bibliografía

AGUILAR CALAHORRO, A., (2014), “La Decisión *Pringle* en el proceso de constitucionalización de la Unión Europea”, *Revista Española de Derecho Constitucional*, n. 101, pp. 337-380.

ALESINA, A. y TABELLINI, G., (2007), “Bureaucrats or Politicians? Part I: A Single Policy Task”, *American Economic Review*, Vol. 97-1, pp. 169-179.

ALESINA, A. y TABELLINI, G., (2008), “Bureaucrats or Politicians? Part II: A Multiple Policy Tasks”, *Journal of Public Economics*, Vol. 92, pp. 426-447.

ALTAVILLA, C., CARBONI, G. y MOTTO, R., (2015), “Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Lessons from the Euro Area”, *European Central Bank Working Paper Series*, n. 1864 (noviembre 2015), 54 pp., disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1864.en.pdf>.

BAR CENDÓN, A., (2012), “La reforma constitucional y la gobernanza económica de la Unión Europea”, *Teoría y Realidad Constitucional*, n. 30, pp. 59-87.

BENFORD, J., BERRY, S., NIKOLOV, K., ROBSON, M. y YOUNG, C.H., (2009), “Quantitative easing”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 49, pp. 90-100.

BERNSTEIN, P.L., (1996), *Against the Gods. The Remarkable Story of Risk*, John Wiley and Sons, Nueva York-Chichester, 383 pp.

¹⁰⁹ Me refiero a D’ORS PÉREZ-PEIX y a sus aportaciones sobre el concepto de *auctoritas*, que vienen bien recogidas en DOMINGO OSLÉ (1987) y (1999).

¹¹⁰ Un excelente estudio sobre el régimen de control jurídico de la actuación de los reguladores bancarios, centrado en la vertiente de supervisión, podrá encontrarse en LAGUNA DE PAZ (2019).

BLINDER, A.S., (1982), “Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 982 (septiembre 1982), 59 pp.

BLINDER, A.S., (1982), “On the Monetization of Deficits”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 1052 (diciembre 1982), 71 pp.

BLINDER, A.S. y STIGLITZ, J.E., (1983), “Money, Credit Constraints and Economic Activity”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 1084 (marzo 1983), 21 pp.

BORGER, V., (2016) “Outright Monetary Transactions and the stability mandate of the ECB: Gauweiler”, *Common Market Law Review*, Vol. 53-1, pp. 139-196.

BOWDLER, C. y RADIA, A., (2012), “Unconventional monetary policy: the assessment”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28, pp. 603-621.

BUCHHEIT, L.C., GULATI, G.M. y TIRADO MARTÍ, I., (2013), “The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings”, *SSRN Papers*, 22 de enero de 2013, disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2205704>

CABRILLO RODRÍGUEZ, F., (2019), “Veinte años con el euro”, *Expansión*, 11 de enero de 2019, disponible en <https://www.civismo.org/files/Lista%20general.pdf>.

CALVO VÉRGEZ, J., (2017), *La crisis de deuda soberana en la Eurozona (2010-2015)*, Dykinson, Madrid, 811 pp.

CAPITANT, D., (2020), “L’arrêt de la Cour constitutionnelle fédérale du 5 mai 2020 relative au PSCP (2 BvR 859/15) – La Cour constitutionnelle fédérale allemande insiste sur la répartition des compétences entre l’Union européenne et les États membres”, *Rivista di Diritto Pubblico Comparato ed Europeo*, n. 2, 6 pp., disponible en <http://www.dpceonline.it/index.php/dpceonline/announcement/view/188>.

CARANDE Y THOVAR, R., (1987), *Carlos V y sus banqueros. Tomo 1: La vida económica en Castilla*, Editorial Crítica-Junta de Castilla y León, Barcelona, 542 pp.

CARRILLO DONAIRE, J.A., “La última amenaza para el Estado de Derecho: la normalización del derecho de excepción en la intervención de entidades de crédito en crisis”, *El Cronista del Estado Social y Democrático de Derecho*, n. 32 (2012), pp. 72-82.

CASTAINGTS TEILLERY, J., (2017), *Simbolismos del dinero. Antropología y economía: una encrucijada*, Anthropos-Universidad Autónoma Metropolitana, Barcelona-Iztapalapa, 393 pp.

CHESSA, O., (2020), “Il principio di attribuzione e le corti costituzionali nazionali. Sulla pronuncia del Bundesverfassungsgericht del 5 maggio 2020”, *Rivista di Diritto Pubblico Comparato ed Europeo*, n. 2, 11 pp., disponible en <http://www.dpceonline.it/index.php/dpceonline/announcement/view/186>.

CLASBY, N., (1993), “Dancing Sophia: Rahner’s Theology of Symbols”, *Religion & Literature*, Vol. 25-1, pp. 51-65.

CRAIG, P.P. y MARKAKIS, M., (2016), “Gauweiler and the Legality of Outright Monetary Transactions”, *Oxford Legal Studies Research Paper*, No. 5, 41 pp.

DARNACULLETA I GARDELLA, M., (2012), “Las respuestas de la Unión Europea a la crisis financiera global. Especial referencia a la nueva arquitectura europea de regulación y supervisión de los mercados financieros”, *Noticias de la Unión Europea*, n. 235, pp. 25-36.

DARNACULLETA I GARDELLA, M. y LEÑERO BOHÓRQUEZ, M.R., (2014), “Crisis financiera y crisis democrática: la regulación financiera internacional mediante redes de supervisores”, en A.J. Recalde Castells, I. Tirado Martí y A.B. Perdices Huetos (Dirs.), *Crisis y reforma del sistema financiero*, Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, pp. 177-195.

DE GRAUWE, P., JI, Y. y STEINBACH, A., (2016), “The EU debt crisis: Testing and revisiting conventional legal doctrine”, *LEQS Paper*, N. 108, 21 pp.

DE GRAUWE, P., (2018), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford-Nueva York, 289 pp.

DOMINGO OSLÉ, R., (1987), “Teoría orsiana de la *auctoritas*”, EUNSA, Pamplona, 34 pp., disponible en https://www.academia.edu/35740424/Teor%C3%ADa_orsiana_de_la_auctoritas.

DOMINGO OSLÉ, R., (1999), *Auctoritas*, Ariel, Barcelona, 156 pp.

DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J.M. y LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M., (2020), “El papel de los Bancos Centrales: ¿Estabilidad económica vs estabilidad financiera?”, en A. Ruiz Ojeda y J.M. López Jiménez (Dirs.), *Estudios sobre resolución bancaria*, Thomson-Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, pp. 213-263.

DRAGHI, M., (2018), “Europe and the euro 20 years on”, Discurso con ocasión de su investidura Honoris Causa por la Universidad de Sant’Anna (Pisa), el 15 de diciembre de 2018, disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181215.en.html>.

DRAGHI, M., (2019), “Twenty Years of the ECB’s monetary policy”, Discurso en el ECB Forum on Central Banking, Sintra (Portugal), 18 de junio de 2019, disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190618~ec4cd2443b.en.html>.

DUARTE, P., (2016) “Um depósito bancário não é um (contrato de) depósito: ou a desadequação da linguagem dos contratos reais à realidade do dinheiro bancário no actual sistema monetário”, *Estudos de Direito do Consumidor*, Centro de Estudos de Direito do Consumo de la Facultad de Derecho de Coimbra, n. 10, págs. 351-443.

DUARTE, P., (2018), “Obrigações de dinheiro (obrigações monetarias) e obrigações de bitcoins”, también en *Estudos de Direito do Consumidor*, n. 14, pp. 343-381.

ESTELLA DE NORIEGA, A., (2018a), *Legal Foundations of EU Economic Governance (Law in Context)*, Cambridge University Press, Cambridge-Nueva York, 268 pp.

ESTELLA DE NORIEGA, A., (2018b), “La Sentencia del TJUE Gauweiler desde la perspectiva del Derecho como credibilidad”, en M. Vaquer Caballería, A. Manuel Moreno Molina, A. Descalzo González (Coords.), *Estudios de Derecho Público en homenaje a Luciano Parejo Alfonso*, Vol. 1, Tirant lo Blanch, Valencia, pp. 542-560.

FARAG, M., HARLAND, D. y NIXON, D., (2013), “Bank capital and liquidity”, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, (Q3), pp. 201-215.

FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., (1984), “Los poderes normativos del Banco de España”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n. 13, pp. 7-32.

FERRARI ZUMBINI, A., (2020), “La sentenza del Bundesverfassungsgericht del 5 maggio 2020 sulla BCE: una decisione contraddittoria”, *Rivista di Diritto Pubblico Comparato ed Europeo*, n. 2, 11 pp., disponible en <http://www.dpceonline.it/index.php/dpceonline/announcement/view/185>.

FIDALGO GALLARDO, C., (2016), “El proceso de desplazamiento de la autoridad normativa en los ordenamientos europeos, desde los legislativos nacionales a las instituciones de la Unión Europea. El TJUE como estrella emergente en el firmamento de la Unión”, *Revista General de Derecho Procesal*, n. 40.

GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, J., (2014a) “El sistema monetario en una Unión Europea de Derecho”, en M.A. Salvador Armendáriz (Dir.), *Regulación bancaria: transformaciones y Estado de Derecho*, ICS (Universidad de Navarra)/Thomson-Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, pp. 251-320.

GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, J., (2014b) “La cuestión prejudicial de Tribunal Constitucional alemán sobre la Decisión OMT”, *Revista Española de Derecho Europeo*, n. 51, pp. 119-163.

GARCÍA DE ENTERRÍA Y MARTÍNEZ-CARANDE, E., (1992), “La Unión Monetaria Europea según el Tratado de Maastricht”, *Cuenta y Razón*, nn. 71-72, pp. 83-93.

GÓMEZ BADA, J., (2019), “Qué ocurre cuando el BCE se queda la deuda pública”, *Cotizalia-El Confidencial*, 22 febrero 2019, disponible en https://blogs.elconfidencial.com/mercados/rumbo-inversor/2019-02-22/banco-central-europeo-deuda-publica_1840550/

GÓMEZ FERNÁNDEZ, C., FERNÁNDEZ ACEVEDO, M. y NAVARRO PÉREZ, B., (2019), “El fin de la política monetaria ultraexpansiva del BCE: balance y perspectivas”, en F. Fernández de Andrés (Ed.), *Anuario del Euro 2018. Completando la Unión Monetaria para un mundo diferente*, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid, pp. 119-142.

HADJIEMMANUIL, C., (2001), “Democracy, Supranationality and Central Bank Independence”, en J. Kleinman (Ed.), *Central Bank Independence. The Economic Foundations, the Constitutional Implications and Democratic Accountability*, Kluwer, The Hague, pp. 131-170.

HINAREJOS PARGA, A., (2015), “Gauweiler and the Outright Monetary Transactions Programme: The Mandate of the European Central Bank and the Changing Nature of Economic and Monetary Union: European Court of Justice, Judgment of 16 June 2015, Case C-62/14 Gauweiler and others v Deutscher Bundestag”, *European Constitutional Law Review*, Vol. 11-3, pp. 563-576.

HINOJOSA MARTÍNEZ, L.M., (2014), “La compatibilidad del mecanismo europeo de estabilidad con el derecho europeo: jurisprudencia para tiempos de crisis”, en D.J. Liñán Noguerras, A. Segura Serrano y C. García i Segura (Coords.), *Las crisis políticas y económicas: nuevos escenarios internacionales*, Tecnos, Madrid, pp. 212-240.

HOFMANN, H.C.H., (2015), “Gauweiler and OMT: Lessons for EU Public Law and the European Economic and Monetary Union”, *SSRN Papers*, 19 de junio de 2015, 22 pp., disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2621933>.

HOFMANN, H.C.H., (2018), “Controlling the Power of the ECB: Delegation, Discretion, Reasoning and Care: What *Gauweiler*, *Weiss* and Other Can Teach Us”, *ADEMU Working Paper Series*,

2018/107, abril 2018, 29 pp., disponible en <https://repositori.upf.edu/bitstream/handle/10230/35491/Ademu-WP-107-2018%20Controlling%20the%20Powers%20of%20the%20ECB.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

JEANNERET, A. y SOUISSI, S., (2016), "Sovereign defaults by currency denomination", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 60, pp. 197-222.

JIMÉNEZ BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A., (2014), "La crisis de deuda pública y la renovación de los conceptos del Derecho público: notas para un debate", en J.E. Soriano García (Dir.) y M. Estepa Montero (Coord.), *Por el Derecho y la Libertad. Libro Homenaje al Profesor Juan Alfonso Santamaría Pastor*, Vol. II ("Garantías del ciudadano en el régimen administrativo"), Iustel, Madrid, pp. 1151-1160.

JIMÉNEZ BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A., (2020), "La compra de deuda pública por el Banco Central Europeo: notas sobre la Sentencia del Tribunal Constitucional Federal de Alemania de 5 de mayo de 2020", *Revista de Administración Pública*, n. 212, pp. 147-179.

JOYCE, M., TONG, M. y WOODS, R., (2011), "The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 51, pp. 200-212.

KELSEN, H., (1997), *El Estado como integración, una controversia de principio*, Tecnos, Madrid, 147 pp.

LAGUNA DE PAZ, J.C., (2019), "Administrative and judicial review of EU supervisory decisions in the banking sector", *Journal of Banking Regulation*, Vol. 20-2, pp 159-173.

LAстра LERALTA, R.M. y MILLER, G.P., (2001), "Central Bank Independence in Ordinary and Extraordinary Times", en J. Kleineman (Ed.), *Central Bank Independence. The Economic Foundations, the Constitutional Implications and Democratic Accountability*, Kluwer, The Hague, pp. 31-50.

LAстра LERALTA, R.M. DE LA, (2016), "Lender of Last Resort and Banking Union", en J.E. Castañeda, D.G. Mayes y G. Wood, *European Banking Union: Prospects and Challenges*, Routledge, Londres-Nueva York, pp. 109-128.

LO SCHIAVO, G., (2013), "The Judicial Bail Out of the European Stability Mechanism: Comment on the Pringle Case", Department of European Legal Studies, College of Europe, Research Paper in Law 09/2013, pp. 2-21.

MANGAS MARTÍN, A., (2020), "El Tribunal Constitucional alemán y su *fuego amigo* sobre el Tribunal de Justicia de la UE y el BCE", *Estudios Internacionales y Estratégicos*, Real Instituto Elcano, disponible en http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/ari72-2020-mangas-tribunal-constitucional-aleman-fuego-amigo-sobre-tribunal-de-justicia-ue-y-bce.

MARKOWITZ, H.M., (1952), "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, Vol. 7-1, pp. 77-91.

MÉNDEZ PINEDO, M.E., (2013), "Nota a la Sentencia ICESAVE del Tribunal de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC), de 28 de enero de 2013. Garantía de depósitos bancarios, discriminación territorial y deuda soberana tras la crisis financiera de Islandia", *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, n. 46, pp. 1093-1117.

MCLEAY, M., RADIA, A. y THOMAS, R., (2014a), “Money in the modern economy: an introduction”, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, (Q1), pp. 4-12.

MCLEAY, M., RADIA, A. y THOMAS, R., (2014b), “Money creation in the modern economy”, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, (Q1), pp. 14-27.

NASH, J.F., (1953), “Two-Person Cooperative Games”, *Econometrica*, Vol. 21-1, pp. 128-140.

NICOLAIDES, P., (2020), “The ECB is Responding to the Federal Constitutional Court of Germany: A Comparison of Monetary Policy Accounts”, *EULawLive*, 4 julio 2020, disponible en <https://eulawlive.com/op-ed-the-ecb-is-responding-to-the-federal-constitutional-court-of-germany-a-comparison-of-monetary-policy-accounts-by-phedon-nicolaides/>.

ORDEIG CORSINI, M.J., (1981), “Significación y causalidad sacramental según Santo Tomas de Aquino”, *Scripta Theologica*, Vol. 13-1, pp. 63-114.

ORDÓÑEZ SOLÍS, D., (2013), “De cómo enfrentarse a la crisis financiera superando obstáculos constitucionales europeos: La Sentencia Pringle”, *Revista General de Derecho Europeo*, n. 29 (2013).

PALÁ LAGUNA, R., (2019), “El programa de compra de valores de deuda pública en mercados secundarios por el Banco Central Europeo no es contrario al Derecho de la Unión (STJUE de 11 de diciembre del 2018)”, Gómez-Acebo&Pombo, Abogados, abril 2019, 3 pp., disponible en <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2019/04/El-programa-de-compra-de-valores-de-deuda-p%C3%BAblica-en-mercados-secundarios.pdf>.

PAULUS, C.G. y TIRADO MARTÍ, I., (2013), “Sweet and Lowdown: A Resolvency Process and the Eurozone’s Crisis Management Framework”, *SSRN Papers*, 24 de septiembre de 2013, disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2330423>.

POIARES MADURO, L.M., (1998), *We the Court. The European Court of Justice and the European Economic Constitution*, Hart Publishing, Oxford-Portland, 208 pp.

RAHNER, K., (1967), *La Iglesia y los sacramentos*, Herder, Barcelona, 127 pp.

RALLO JULIÁN, J.R., (2017), *Contra la Teoría Monetaria Moderna. Por qué imprimir dinero sí genera inflación y por qué la deuda pública sí la pagan los ciudadanos*, Deusto, Barcelona, 205 pp.

REINHART, C.M. y ROGOFF, K.S., (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton-Woodstock, 463 pp.

REINHART, C.M. (2020), “This Time Truly Is Different”, *Project Syndicate*, 23 marzo 2020, disponible en: <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-crisis-has-no-economic-precedent-by-carmen-reinhart-2020-03>.

RIESTRA DELGADO, L., (2019), “El BCE y las bolsas europeas”, *Voz Populi*, 7 febrero 2019, disponible en https://www.vozpopuli.com/opinion/bce-bolsas-europeas-proxima-recesion_0_1216079901.html.

ROCA FERNÁNDEZ, M.J., (2020), “La sentencia del Tribunal Constitucional Federal Alemán sobre el Programa de Compra de Bonos por el Banco Central Europeo: el control ultra vires y la

primacía del Derecho Europeo”, *Rivista di Diritto Pubblico Comparato ed Europeo*, n. 2, pp. 2845-2856, disponible en <http://www.dpceonline.it/index.php/dpceonline/article/view/1052/1026>

RUIZ OJEDA, A., (2017), “Deuda paga deuda (Nuestro actual sistema monetario explicado por Paulo Duarte)”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, enero 2017, disponible en http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/01/ruiz-ojeda-a-_deuda-paga-deuda_recension.pdf.

RUIZ OJEDA, A., (2018), “Dinero, criptomonedas y algarrobos. Paulo Duarte, sobre los sistemas monetarios digitales no-redistributivos”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, octubre 2018, disponible en <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2018/10/RUIZ-OJEDA-rese%C3%B1a-art%C3%ADculo-Paulo-Duarte.pdf>.

RUIZ OJEDA, A., (2020), “No creditor worse off (NCWO): La (in)soportable levedad del Derecho paraconcursal bancario”, en A. Ruiz Ojeda y J.M. López Jiménez, *Estudios sobre resolución bancaria*, Thomson-Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, pp. 525-573.

RYAN-COLLINS, J., GREENHAM, T., WERNER, R., y JACKSON, A., (2012), *Where Does Money Come From? A Guide to the UK Monetary and Banking System*, The New Economics Foundation, Londres, 168 pp.

SARMIENTO RAMÍREZ-ESCUADERO, D., (2015), “La Sentencia Gauweiler (C-62/14) del Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre el programa de compra de deuda pública del Banco Central Europeo”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 41, pp. 101-105.

SCHARPF, F.W., (1999), *Governing in Europe. Effective and Democratic?*, Oxford University Press, Oxford, 243 pp.

SCHARPF, F.W., (2000), “Democratic Legitimacy under Certain Conditions of Regulatory Competition. Why Europe Differs from the United States”, *Working Paper*, n. 145, marzo de 2000, 26 pp., disponible en <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.486.9727&rep=rep1&type=pdf>.

SCHLESINGER, E.R., (2013), “Sacramental Efficacy in Karl Rahner and Cognitive Linguistics”, *Philosophy and Theology*, Vol. 25-2, pp. 337-360.

SCHILLIG, M., (2016), *Resolution and Insolvency of Banks and Financial Institutions*, Oxford University Press, Oxford-Nueva York, 576 pp.

SCHNABEL, I., (2020), “Narratives about the ECB’s monetary policy – reality or fiction?”, Speech at the Juristische Studiengesellschaft Karlsruhe, 11 febrero 2020, disponible en https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200211_1~b439a2f4a0.en.html.

SCHUMPETER, J.A., (1975), *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper&Row, Nueva York, 437 pp.

SEGUIN, G., (2012), “Those Dishonest Goldsmiths”, *Financial History Review*, vol. 19-3, pp. 269-288.

SERRANO PÉREZ, M.M., (2013), “La Constitución Económica Europea y la gobernanza económica. La Sentencia Pringle: desde la coordinación de la política económica al mecanismo de estabilidad presupuestaria”, *Revista de la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas*, vol. 43, n. 118, pp. 61-116.

SLUIS, M. VAN DER, (2019), “Similar, Therefore Different: Judicial Review of Another Unconventional Monetary Policy in Weiss (C-493/17)”, *Legal Issues of Economic Integration*, Vol. 46-3 (2019), pp. 263–284.

SOMMA, A., (2014), “Legal Change and Sovereign Debt Crisis. The Clash between Capitalism and Democracy in the Western Legal Tradition”, en C.G. Paulus, *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do We Need a Legal Procedure?*, C.H. Berg-Hart-Nomos, Munich/Oxford/Baden-Baden, pp. 163-181.

SOMMA, A., (2020), “Democrazia e mercato ai tempi del coronavirus. La Corte di Karlsruhe e la difesa a senso unico dell’ortodossia neoliberale”, *Rivista di Diritto Pubblico Comparato ed Europeo*, n. 2, 11 pp., disponible en <http://www.dpceonline.it/index.php/dpceonline/announcement/view/187>.

SORIANO GARCÍA, J.E., (2020), “*Deutschland über alles*: una canción entonada por el Tribunal Constitucional alemán que invade Europa”, *La Ley Unión Europea*, nº 82, pp. 9-20.

TAJADURA TEJADA, J. y DE MIGUEL BÁRCENA, J., (2018), *Kelsen versus Schmitt. Política y derecho en la crisis del constitucionalismo*, Guillermo Escolar, Madrid, 302 pp.

TAPPEINER, D., (1975), “Sacramental Causality in Aquinas and Rahner: Some Critical Thoughts”, *Scottish Journal of Theology*, Vol. 28-3, pp. 243-257.

TIRADO MARTÍ, I., (2012), “Sovereign Insolvency in the Euro Zone Public and Private Law Remedies”, *SSRN Papers*, 8 de diciembre de 2012, disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2186730>.

TIRADO MARTÍ, I., (2015), “Crisis financiera y crisis soberana. Un análisis de los mecanismos de transmisión”, en A.J. Rojo Fernández-Río y A.B. Campuzano Laguillo (Coords.), *Estudios jurídicos en memoria del Profesor Emilio Beltrán: Liber Amicorum*, Vol. 2, Tirant lo Blanch, Valencia 2015, pp. 2459-2486.

TOMKIN, J., (2013), “Contradiction, Circumvention and Conceptual Gymnastics: The Impact of the Adoption of the ESM Treaty on the State European Democracy”, *German Law Review*, No. 14, pp. 169-190.

TOSCANO MÉNDEZ, M., (2019), “Una lengua es un mercado”, *Voz Populi*, 15 febrero 2019, disponible en https://www.vozpopuli.com/opinion/lengua-mercado_0_1218479288.html.

TRIDIMAS, T. y XANTHOULIS, N., (2016), “A Legal Analysis of the Gauweiler Case: Between Monetary Policy and Constitutional Conflict”, *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, Vol 23-1, pp. 17-39.

TSOMOCOS, D.P. y WANG, X., (2019), “Debt Restructuring for the Eurozone”, Saïd Business School WP 2019-09, 17 pp., disponible en <https://ssrn.com/abstract=3427067>.

TUCKER, P., (2018), *Unelected Power. The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, Princeton-Oxford, 642 pp.

TUORI, K. y TUORI, K., (2014), *The Eurozone Crisis. A Constitutional Analysis*, Cambridge University Press, Cambridge (UK)-Nueva York, 285 pp.

VILLAR PALASÍ, J.L., (2018), *La evolución del justo precio en el Derecho administrativo*, Fundación Universitaria Española, Madrid, 215 pp.

WERNER, R.A., (2014a), “Can banks individually create money out of nothing? — The theories and the empirical evidence”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 36 (2014), pp. 1-19.

WERNER, R.A., (2014b), “How do banks create money, and why can other firms not do the same? An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 36, pp. 71-77.

YASUYUKI HIROTA, M., (2019), “¿Qué es el dinero?”, *El País*, 10 enero 2019, accesible en https://elpais.com/elpais/2019/01/09/alterconsumismo/1547066436_609188.html.