

## **El Eurosistema: *dominancia monetaria o redistribución mediante regulación.***

### ***En especial, los saldos TARGET2***

#### **Sumario**

-

*Este artículo indaga sobre la recíproca incidencia existente entre ciertas herramientas de política monetaria y el comportamiento fiscal de los países de la Eurozona (EZ). A través de la política monetaria se practicaría una especie de tributación mediante regulación. El núcleo de este tipo de redistribución es el subsidio cruzado mediante técnicas de mutualización. En beneficio de la brevedad, el artículo no abordará con precisión la cuestión de la legitimación, es decir, de la redistribución sin representación, aunque estará constantemente como problema de fondo. En cambio, el estudio se dedicará a analizar con cierto detalle la técnica de los saldos TARGET2 (T2), originalmente concebida como un sistema de pago para la EZ —es decir, para canalizar el libre flujo de fondos dentro de la EZ, pero convertida en un dispositivo automático, no limitado y totalmente disponible para créditos en descubierto, accesible a todos los Estados miembros de la EZ, a sus Bancos Centrales nacionales y a los bancos comerciales. T2 ha contribuido notablemente a absorber los shocks experimentados por la EZ desde la crisis financiera global de 2007 hasta el actual conflicto armado entre Ucrania y Rusia. Se plantea la pregunta de hasta cuándo podrá sostenerse ese funcionamiento y qué tipo de límites deben establecerse para evitar sus contraincentivos para la convergencia y el buen desempeño económico. Se describirá la estructura y funcionamiento del Eurosistema como soporte operativo de los saldos T2. Las referencias cuantitativas se limitan a proporcionar a los lectores alguna evidencia numérica de las consecuencias distributivas de los saldos T2 y a llamar la atención sobre la simetría entre los Estados deudores y acreedores. Las conclusiones se orientarán a mostrar la creación camuflada en la EZ de un activo común y libre de riesgos para respaldar la Moneda Única, y se sugerirán algunas directrices para la reforma y otras medidas que puedan adoptarse en futuras etapas.*

#### **Abstract**

-

*This article addresses the polar relation of fiscal and monetary realms as distributional mechanisms across the Eurozone (EZ), that is, not just among member States, but among their citizens. The author will explore how specific monetary policy tools influence EZ countries' budgetary behaviour, and the other way around. This would be a case of taxation by regulation. The core of such kind of distribution is cross-subsidization by pooling techniques. For the sake of brevity, the piece will not deal accurately with the legitimization issue, that is, the problem of distribution-without-representation, though it will be constantly behind the scenes. Instead, the study will be devoted to analysing in-depth the TARGET2 balances (T2) technique, originally thought out as a payment system for the EZ —that is, to channel the intra-EZ free flow of funds, but disguised later as an automatic, non-limited, fully loaded device for overdraft credit, accessible to every EZ member State, their national central banks, and commercial banks. T2 has contributed notably to absorbing the shocks experienced by the EZ since the 2007- Global Financial Crisis up to the current Ukraine-Russia armed conflict. However, the question to answer is up to when that functioning can be sustained, and which type of limits must be set up to avoid its bundle of counterincentives for convergence and sound economic performance. The structure and operation of the Eurosystem as the operational support of the T2 will be described. Limited quantitative references will be given to provide the readers with numerical evidence of the distributional consequences of the T2 balances, by calling*

*attention to the symmetry between debtor and creditor States. Conclusions might be oriented to show the opaque creation in the EZ of a common, risk-free asset to back the Single Currency, and some guidelines will be suggested for reform and other measures for the steps ahead.*

**Title:** *The Eurosystem: monetary dominance, or redistribution by regulation, with special attention to the TARGET2 Balances.*

-

**Palabras clave:** *Áreas Monetarias Comunes - Eurosistema- Eurozona- Saldos Target2 - LTROs/TLTROs.*

**Keywords:** *Common Currency Areas - Eurosystem - Eurozone - Target2 Balances - LTROs/TLTROs.*

-

**DOI:** 10.31009/InDret.2024.i4.11

4.2024

Recepción  
08/07/2024

-

Aceptación  
23/07/2024

-

## Índice

-

### **1. Planteamiento, propósito y alcance**

### **2. Estructura organizativa y funcionamiento del Eurosistema: algo sobre las conexiones fiscalidad-moneda y las Áreas Monetarias Comunes (AMCs)**

2.1. Polaridad entre política fiscal y política monetaria: los Estados-polizón en la Eurozona

2.2. La UE, ¿un caso demasiado peculiar de Área Monetaria Común (AMC)?

a. Algo sobre el tratamiento de las relaciones monetarias transnacionales en la teoría económica

b. Breve apunte sobre el *trilema* de las AMCs y sus versiones

2.3. El Eurosistema, o el federalismo monetario de la Eurozona: organización, gobernanza e interacciones entre el BCE, los BCNs, los bancos comerciales y los Estados

a. Rasgos básicos de la organización y del régimen de gobernanza del Eurosistema

b. El entramado relacional del Eurosistema: BCE, BCNs, bancos comerciales y Estados

### **3. Target2 (T2): la sigilosa herramienta redistributiva para la Eurozona**

3.1. Un sistema de pagos convertido en mecanismo de crédito intraeuropeo, automatizado e ilimitado, en el curso de las tribulaciones de la Eurozona

3.2. Jerarquía de niveles contables: el mecanismo de la *novación*

3.3. Periféricos versus centrales: problemas de la mutualización, límites a la redistribución y gestión de incentivos

a. Paradojas y exigencias de la Moneda Común desde la óptica de la acción colectiva

b. Maniobras orquestales en la oscuridad: efectos y contra-efectos, incentivos y contraincentivos de algunas medidas de política monetaria en la Eurozona

### **4. Conclusiones, reflexiones finales y esbozo de propuestas**

### **5. Bibliografía**

-

Este trabajo se publica con una licencia Creative Commons Reconocimiento-No Comercial 4.0 Internacional 

## 1. Planteamiento, propósito y alcance\*

Tanto el propósito como el contenido de este trabajo son descriptivos y analíticos; me ceñiré, en suma, a la exposición de los principales antecedentes y rasgos del *status quaestionis*, según la literatura que he estimado más relevante. Dejo para otra ocasión la entrada en el detalle de las consecuencias que puedan extraerse, que quedarán solo apuntadas. Pretendo sugerir algunas claves de comprensión de la arquitectura del euro y de su soporte organizativo, el Eurosistema, con el fin de aportar algo a la corriente de reflexiones sobre el sentido redistributivo de la política monetaria y de la regulación bancaria<sup>1</sup>. El fondo de escena será el proceso de integración europea y el avance hacia una mayor unificación política, sobre el que resaltarían dos aspectos más concretos. En primer término, la eventual frustración o reforzamiento, en todo o en parte, de los efectos perseguidos por la Unión Monetaria Europea —en tanto que forma de Área Monetaria Común (AMC-AMCs, en lo sucesivo)—, justamente debido al diseño y funcionamiento del Eurosistema. En segundo lugar, la figura de un *nuevo* BCE que, junto con los Bancos Centrales Nacionales cuya moneda es el euro (BCNs-BCN, en lo sucesivo), gestionaría la Eurozona (EZ, de aquí en adelante) con arreglo a un mandato expandido de manera implícita, no coincidente con el que le confiere el vigente Derecho primario de la UE<sup>2</sup>.

La pregunta que sobrevuela mi indagación es si todo este rupturismo factual, al fin y a la postre, satisface las demandas de redistribución paneuropea de quienes propugnan la creación de un núcleo fiscal central sobre el que pivote una estructura plurinacional de corte federal, con lo cual la Moneda Única se libraría de la causa de todos sus males, la inexistencia de una contraparte presupuestaria, para adquirir la simetría típica de las divisas fiduciarias. Si, como me atrevo a intuir —que no a zanjar—, la respuesta a esa pregunta fuera afirmativa, parecería razonable pensar que la política monetaria ha abierto con astucia, por debajo del radar de la hechura constitucional formal de la UE, un proceso de maduración que anticipa la aludida unificación

---

\* Este artículo deriva de dos Comunicaciones que presenté en las 12<sup>a</sup> y 14<sup>a</sup> Conferencias Anuales de la Asociación Española de Derecho y Economía (AEDE) celebradas, respectivamente, en las Universidades de Oviedo (23 y 24 de junio de 2022) y Pompeu Fabra (27 y 28 de junio de 2024). Es fruto de la investigación desarrollada en el marco del Proyecto «La digitalización de los mercados financieros (análisis jurídico)» PID2020-113447RB-I00, financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación, cuya Investigadora Principal es la Profesora Isabel Fernández Torres (Universidad Complutense). También está encuadrado en el Contrato de Transferencia de Resultados de Investigación OTRI 8.06/5.09.5414 (Universidad de Málaga), del que soy Investigador Responsable. Agradezco la acogida y el sosiego de que pude disfrutar en el Leibniz Institut für Finanzmarktforschung-SAFE, de la Goethe Universität (Frankfurt am Main) durante mi estada allí, a lo largo del primer semestre de 2024, de gran ayuda para culminar este estudio. Debo también expresar mi gratitud a los revisores externos de esta Revista por sus observaciones, que he incorporado a la versión definitiva.

<sup>1</sup> Menciono ahora algunos de los trabajos que me han resultado más ilustrativos, en concreto, dos artículos de K. TUORI, «Has Euro Area Monetary Policy Become Redistribution by Monetary Means? *Unconventional* Monetary Policy as a Hidden Transfer Mechanism», *European Law Journal*, Vol. 22-6, 2016, pp. 838-868, disponible en <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/eurlj22&i=838>, y «The ECB's quantitative easing programme as a constitutional game changer», *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, Vol. 26-1, 2019, pp. 94-107, disponible en <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/maastje26&i=108>; y otros dos de F. LOSADA FRAGA, «Institutional Implications of the Rise of a Debt-Based Monetary Regime in Europe», *European Law Journal*, Vol. 22-6, 2016, pp. 822-837, disponible en DOI.org/10.1111/eulj.12223; «A Europe of Creditors and Debtors: Three Orders of Debt Relations in European Integration», *Journal of Common Market Studies*, Vol. 58-4, 2020, pp. 787-802, disponible en DOI.org/10.1111/jc.ms.12988.

<sup>2</sup> Entre los muchos estudios disponibles destacaría, en lo que se refiere al otorgamiento al BCE de competencias de supervisión microprudencial de entidades de crédito, el de J. ESTEBAN RÍOS, *El Mecanismo Único de Supervisión: oportunidad, configuración y problemas planteados*, Boletín Oficial del Estado, Madrid 2021, especialmente pp. 288 a 302, disponible en: [https://www.boe.es/biblioteca\\_juridica/publicacion.php?id=PUB-PB-2021-214](https://www.boe.es/biblioteca_juridica/publicacion.php?id=PUB-PB-2021-214).

política y fiscal<sup>3</sup>. Pero no sería menos sensato sostener que, justamente por esa eficacia y aceptación implícita, tal resultado devendría innecesario, superfluo o, incluso, distorsionante, y la razón es que el mismo formato y operatoria del Eurosistema componen una suerte de *federalismo monetario* con propósitos y consecuencias redistributivas, según voy a explicar. Naturalmente, desde la perspectiva de la legitimación con arreglo a Derecho, brotarían reacciones comprendidas entre el completo rechazo de cualquier mecanismo carente de respaldo normativo y el *lawfare* del *constitucionalismo líquido*. El carácter predominantemente descriptivo de este ensayo y la contención de su extensión me obligan a restringir el tratamiento de este último orden de cuestiones a consideraciones colaterales.

Si bien aludiré a otros mecanismos de política monetaria y de regulación bancaria —principalmente, los Programas de compra de activos en mercados secundarios por el BCE/BCNs—, concentraré la atención en uno de ellos porque, pese a su notable complejidad —pareja con su opacidad—, es el que mejor permite entender la gestión de las turbulencias de la EZ, desde la Crisis Financiera Global —que afectó a toda la industria bancaria y de servicios de inversión—, la sucesiva convulsión en la solvencia soberana de los Estados miembros y, por último, el *shock* provocado por la pandemia y el conflicto bélico ruso-ucraniano. Me refiero al denominado Tans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer, traducido al español como Sistema Automatizado Transeuropeo de Transferencia Urgente para la Liquidación Bruta en Tiempo Real, y que se identifica como Target Balances 2<sup>4</sup>, con la abreviatura TARGET2 o, simplemente, con el acrónimo T2. Es posible que ningún otro rasgo del Eurosistema dé mejor razón de la *mutación* del BCE de la que hablamos, de ahí que se le haya considerado, en síntesis, «el corazón mismo del proyecto de Unión Monetaria»<sup>5</sup>.

Todo este amplio orden de implicaciones ha sido y es objeto de abrumadora atención durante los tres últimos lustros<sup>6</sup>. Concentraré la atención en las intimidades del Eurosistema —es decir, las

---

<sup>3</sup> Así lo expresa H.W SINN: «Sería el Consejo de Gobierno del BCE y no los Parlamentos [de los Estados miembros] quien vendría a decidir el eventual tránsito hacia la unificación fiscal» (*The economics of Target Balances. From Lehman to Corona*, Palgrave-Macmillan, Londres-Nueva York 2020, p. 101, la traducción es mía).

<sup>4</sup> El numeral «2» tiene su explicación en que el sistema actualmente en funcionamiento consiste en una segunda versión del primer sistema de pagos en tiempo real para el Eurosistema que entró en funcionamiento el 4 de enero de 1999, inmediatamente antes de la puesta en circulación del euro. Esa primera versión consistía en una especie de mecanismo de coordinación de los sistemas de pagos en tiempo real de los diferentes países miembros y sus respectivos BCNs. La plataforma de los T2 supuso la sustitución completa de dichos sistemas nacionales por uno único y totalmente centralizado, está operativa desde noviembre de 2007 y convivió con los sistemas nacionales durante un periodo transitorio que duró hasta mayo de 2008. Véanse, a este respecto, las explicaciones disponibles en [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/target\\_balances/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/target_balances/html/index.en.html).

<sup>5</sup> En palabras S. MURAU y M. GIORDANO, «European Monetary Unification through Novation: The Political Economy of the TARGET System», Comunicación presentada en la 26ª Conferencia del Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM), Berlín, 20-22 octubre 2022, p. 28, disponible en <https://osf.io/preprints/socarxiv/k3nbh> (la traducción es mía). Este trabajo ha sido posteriormente publicado, con someras modificaciones en su título y contenido: «Forging monetary unification through novation: the TARGET system and the politics of central banking in Europe», *Socio-Economic Review*, 2023, Vol. 00, No. 0, pp. 1–30, disponible en: <https://doi.org/10.1093/ser/mwad067>.

<sup>6</sup> Contamos con estudios recientes que, desde sensibilidades dispares, tratan bien de este orden de preocupaciones y que, sin perjuicio de otras referencias adicionales posteriores, cito ahora: T. BEUKERS, D. FROMAGE y G. MONTI (Eds.), *The New European Central Bank: Taking Stock and Looking Ahead*, Oxford University Press, Oxford 2022, 472 pp.; M. Markakis, *Accountability in the Economic and Monetary Union Foundations, Policy, and Governance*, Oxford University Press, Oxford 2020, 416 pp.; C. MANGER-NESTLER y M. GENTZSCH, *Democratic Legitimation of Central Bank Independence in the European Union*, Springer, Nueva York 2021, 184 pp.; en un contexto trasnacional y

relaciones entre los BCNs y entre cada uno de ellos y el BCE— para constatar de qué modo nos dan razón, a su vez, de las relaciones entre los Estados de la EZ. Asimismo, los entresijos del sistema bancario, integrado por el Eurosistema y los bancos comerciales, y regido por un conjunto de interacciones constantes, completan la panorámica relacional que voy a considerar. Es posible que estas claves de comprensión hagan que caigamos en la cuenta del contraste entre los progresos alcanzados en el marco normativo y organizativo de la Unión Bancaria, de un lado, y, de otro, el estancamiento del Mercado Único Bancario, bastante escaso de auténticas entidades de crédito transeuropeas, tanto en cuanto a implantación como a operatoria efectiva.

Acéptenme el apunte de conclusiones por partida doble. Por un lado, se pensaba que el euro es un instrumento de cohesión, vehículo de la confluencia hacia una prosperidad compartida, pero hemos descubierto que también sirve para repartir pérdidas, y de qué manera. Por otro, cuando se hacen patentes las asimetrías entre los países de la EZ, hay dos opciones reales, abundar en el funcionamiento del Mercado Único y acelerar el proceso de integración política, no excluyentes entre sí, pero conflictivas en potencia. La clave está en la dosificación, combinación y desenvolvimiento de cada una de ellas, con la clara convicción de que lo uno no puede darse sin lo otro y de que la integración consiste más en un proceso que en un resultado final, inalcanzable sin el predominio de los beneficios sobre las pérdidas. En la pugna de quién prevalece sobre quién, quién gana o quién pierde, el dinero juega un papel crítico, pues la cuantía de la deuda puede hacer que no sea el acreedor quien domina al deudor, sino al contrario<sup>7</sup>. El problema del alcance o, lo que es lo mismo, de los límites de la redistribución en el contexto de la Unión Monetaria, ligado al del diseño de incentivos correctos, es el núcleo de mi intento de análisis. Cualquier arquitectura institucional que, como la EZ, pretenda sostenerse en exclusiva sobre una suerte de *cláusula Hotel California* —«puede usted pedir la cuenta cuando guste, pero nunca podrá salir de aquí»— es candidata perfecta al derrumbe por colapso<sup>8</sup>.

El núcleo del análisis concentra algunas de las contribuciones de la teoría económica a través de los debates entre destacadísimos economistas, que han configurado el diseño mismo de las instituciones<sup>9</sup>. Es obligado recurrir, más en concreto, a la teoría monetaria, aunque sin ningún

---

comparativo, E. SCISO (Ed.), *Accountability, Transparency and Democracy in the Functioning of Bretton Woods Institutions*, Springer, Nueva York 2018, 272 pp. No me resisto a referirme también al trabajo que, tal vez, podría ser tenido como el principal afluente de este auténtico río de tinta: P. TUCKER, *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, Princeton (New Jersey) 2018, 656 pp.

<sup>7</sup> J.M. KEYNES tuvo el acierto de recordar el viejo dicho: «Owe your banker £1,000 and you are at his mercy; owe him £1 million and the position is reversed» («Si le debes a tu banquero 1.000£, estás a su merced; si le debes 1 millón, la situación es justo la contraria») («Overseas Financial Policy in Stage III. (Memorandum circulated to the UK War Cabinet on 15 May 1945)», en D. MOGGRIDGE (Ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXIV (Activities 1944-1946), Macmillan, Londres 1979, p. 258.

<sup>8</sup> El empleo de esta expresión, a modo recurso discursivo, en el sector bancario y financiero y con ocasión de la Crisis Financiera Global (específicamente, en relación con la Dodd-Frank Act de 2010), la debemos a J. GOLDSTEIN, «The *Hotel California* Clause: Finance Reform Meets Classic Rock», *Planet Money — The Economy Explained*, 15 de marzo de 2010, disponible en: [https://www.npr.org/sections/money/2010/03/what\\_dodds\\_bill\\_does\\_about\\_too.html](https://www.npr.org/sections/money/2010/03/what_dodds_bill_does_about_too.html). La denominación se basa en una parte de la letra de la célebre canción del grupo de rock estadounidense *The Eagles* titulada, precisamente, *Hotel California*: «You can check out any time you like, but you can never leave».

<sup>9</sup> Tal vez no sea errado sostener que el siglo XX ha sido el de los economistas y sugerir, como hizo VILLAR PALASÍ, que habría que corregir a Savigny pues, si bien hasta 1900 la vocación del Estado era el Derecho, a partir de

propósito de exhaustividad y con la sincera intención —otra cosa será el resultado— de hacerla comprensible a los no familiarizados con ella. Los tecnicismos apenas pueden ocultar las actitudes profundas sobre el ser humano, lo bueno y lo malo, que afloran cuando menos se las espera. Además, la producción de ideas se ha solapado con la transformación de las organizaciones e instituciones; desde esta perspectiva, se advierte que la consolidación de los Estados, dotados de capacidades presupuestarias cada vez más robustas, pareja al creciente protagonismo de los Bancos Centrales, revestidos de independencia para definir y ejecutar la política monetaria sin la restricción del patrón oro, hacen que, en un régimen fiduciario, la conexión intrínseca entre dinero y fiscalidad de las monedas soberanas se convierta en el vector predominante, para escarnio de cualquier consideración favorecedora de la autonomía de los individuos, la libertad económica o la iniciativa civil.

A lo largo de mi empeño, me venía con insistencia a la memoria el desenlace de uno de los relatos breves de Edgar Allan Poe: tras buscar con ahínco en los sitios más recónditos, la carta decisiva para resolver el enredo fue encontrada en el lugar donde siempre se dejan las cartas<sup>10</sup>. No cabe aquí el recurso oriental de ocultar el misterio —que, en cuanto tal, sería incomprensible— detrás de un iconostasio, ya que no hay misterio alguno ni realidad supramundana cuya integridad deba ser preservada. Ahora bien, el ensayo de comprensión sería por completo inútil si prescindiese de la omnipresente simbología del dinero que, para decirlo densamente, es una representación —en absoluto la única posible— crediticia —es decir, a través del crédito— del valor económico —y, a través de él, del valor, sin más—, que aparece dispuesto para hacerse efectivo a través de una *capacidad de compra*<sup>11</sup>. El dinero se conoce por sus efectos propios —«el dinero es lo que el dinero hace»<sup>12</sup>— pero, para producirlos, el dinero tiene que consistir en una representación, o sea, ha de servirse de símbolos eficaces, que es lo mismo que decir aceptados, entendidos grupalmente en cuanto tales. En el ejercicio representativo que da vida a las monedas fiduciarias, el sistema bancario en su conjunto y cada uno de sus integrantes —los Bancos Centrales y los bancos comerciales— juegan un papel crucial, como vamos a ver.

En tanto que crédito, el dinero necesita de toda la variedad de recursos con los que la representación gestiona la confianza a cualquier nivel, el de las relaciones bilaterales y el de las colectivas. Por eso, anticiparía ahora que la creación o destrucción de valor económico por el dinero depende estrictamente del incremento o merma de la confianza en la representación

---

entonces deberíamos hablar de «la vocación de nuestro tiempo por la economía» (*La intervención administrativa en la industria*, Instituto de Estudios Políticos, Madrid 1964, p. 52).

<sup>10</sup> Me refiero a *La carta robada*, cuento originalmente publicado en 1844, cuyo texto completo puede encontrarse en <https://ciudadseva.com/texto/la-carta-robada/>.

<sup>11</sup> Así lo resume R. DALIO: «El crédito es dar poder adquisitivo. Este poder adquisitivo se otorga a cambio de una promesa de devolverlo, lo cual es una deuda» (*Principios para superar crisis de gran endeudamiento*, Valor Editions, Barcelona 2021, p. 13). He tratado sobre esto en un breve artículo: «Deuda paga deuda. (Nuestro actual sistema monetario explicado por Paulo Duarte)», *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, enero 2017, 10 pp., disponible en [http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/01/ruiz-ojeda-a-deuda-paga-deuda\\_recension.pdf](http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/01/ruiz-ojeda-a-deuda-paga-deuda_recension.pdf). Mi definición preferida de dinero es la de F.A. WALKER (1840-1897): «aquello que pasa libremente de mano en mano para el pago a cambio de bienes y para la plena liberación de deudas y que es aceptado sin tener en cuenta la condición de quien lo entrega y sin intención por parte de quien lo recibe de consumirlo, disfrutar de él o usarlo de cualquier otra manera, sino de entregarlo a otro, antes o después, como medio de intercambio» (cfr., *Money*, Henry Holt & Co, Nueva York 1883, p. 405, la traducción es mía). Puede verse una semblanza de Walker, publicada con ocasión de su fallecimiento, en A.T. HADLEY, «Francis A. Walker's Contributions to Economic Theory», *Political Science Quarterly*, Vol. 12-2 (1897), pp. 295-308, disponible en: <https://doi.org/2140123>.

<sup>12</sup> Así lo dice WALKER: «Money is what money makes» (op. cit., loc. cit.).

operada por el signo monetario. Todo ese trajín observable—y, a la vez, no siempre comprensible para el común— en los circuitos interbancarios y las instancias regulatorias no es más que una parte fundamental del fatigoso ejercicio representativo exigido por las monedas fiduciarias, sin olvidar que toda forma de dinero, también el no fiduciario, tiene sus propias exigencias representativas.

Es un panorama desbordante, que exige mantener la tensión necesaria conforme nos centremos, como es obligado, en algunas de sus parcelas. El éxito de mi empeño depende críticamente de esto, junto con la capacidad de discernimiento que, si así fuere, me asista. Este análisis podría interesar a los iuspublicistas para visualizar cómo las zozobras de la EZ han sometido a una prueba severa el orden binario ínsito en el *Administrative State* que, por el momento, ha sustentado la independencia de unos Bancos Centrales subidos ya al pescante del *imperium* puro y duro<sup>15</sup>.

Ordenaré mis argumentos en torno a tres epígrafes principales. El primero, dedicado a exponer la estructura del Eurosistema y los rasgos de su funcionamiento que específicamente nos interesan, en el contexto de las AMCs, precedida de las indispensables explicaciones sobre las relaciones entre fiscalidad y dinero. A continuación, sigue el apartado dedicado a los TARGET2 y a los mecanismos más relevantes a los que sirve de vehículo de redistribución en la EZ, que contiene el núcleo del estudio. Para terminar, ofrezco algunas conclusiones, reflexiones finales y sugerencias.

## 2. Estructura organizativa y funcionamiento del Eurosistema: algo sobre las conexiones fiscalidad-moneda y las Áreas Monetarias Comunes (AMCs)

### 2.1. Polaridad entre política fiscal y política monetaria: los Estados-polizón en la Eurozona

Con el propósito de resumir en lo posible, diríamos que existen dos alineamientos rivales de posturas sobre la moneda y los tributos y sobre cómo deban darse las relaciones entre esos dos ámbitos. A su vez, dan lugar a dos actitudes o talantes, cuyo arraigo en suelos culturales y geográficos diversos salta a la vista y han permeado todos los estratos, incluido el académico, según comprobaremos. El primero de ellos propende la superioridad de la mutualización de beneficios y pérdidas; el segundo, la asignación de unos y de otras con arreglo a criterios de mérito y eficaz desempeño. El predominio, casi siempre parcial y transitorio, de una visión u otra ha dependido de factores históricos, de transición ideológica, así como del advenimiento de episodios más o menos imprevisibles y con impacto en los niveles de bienestar y en la estabilidad del orden político, social y económico. Circunscribo su exposición a los aspectos que estrictamente nos conciernen aquí.

---

<sup>15</sup> Ha recordado recientemente J.A. SANTAMARÍA PASTOR la plena vigencia del aforismo *pecunia nervus belli* (el dinero es el alma de la guerra): cfr. *El poder, la libertad, la Administración y su Derecho*, Discurso de Recepción como Académico de Número en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas (25 de octubre de 2022), Publicaciones de la RACMyP, Madrid 2022, p. 47, nota 49. En la situación actual, podríamos sustituir *belli* por *summa necessitas reipublicae* (una situación excepcional, un *cisne negro*).

La perspectiva que etiquetaría como *distributiva* concibe el dinero y la fiscalidad al modo de dos hemisferios que han de interactuar de manera coordinada para paliar, tanto la desigualdad posicional como de resultados, que es causa del desorden político y socioeconómico y de la destrucción de recursos. Por su parte, la que denominaría *retributiva* no solo propende a la necesidad de restringir en lo posible el flujo entre dichos hemisferios y de procurar su funcionamiento autónomo, sino que niega a ambos un verdadero impacto constructivo de la equidad, que únicamente sería factible si cada quien percibe beneficios y pérdidas en función del éxito o fracaso de sus decisiones y actuaciones. Importa subrayar que no solo ninguna de ellas niega la citada relación intrínseca entre moneda y tributos, sino que la reconocen enfáticamente. Expresada así, esta descripción podría estimarse restringida al ámbito de las relaciones interpersonales, pero la realidad es que ambas visiones muestran sus perfiles diferenciales sobre todo en el de las grupales y colectivas y en el de las estructuras políticas de los diferentes niveles territoriales, incluidas los Estados. Ambas posturas de base se han construido sobre aportaciones a la teoría económica no coordinadas deliberadamente entre sí.

En síntesis, la visión *retributiva* sería fruto de la confluencia de la *teoría cuantitativa*<sup>14</sup>—que, ya en pleno siglo XX, podemos identificar con la *monetarista*—, preocupada casi en exclusiva del hemisferio del dinero, con la llamada *ricardiana*, que incorpora la perspectiva de las relaciones entre los dos ámbitos. La noción de *equivalencia ricardiana*<sup>15</sup> sustentó en sus comienzos la hechura institucional de la UE. Y no solo como una noción inspiradora, sino como patrón disciplinante de la realidad económica de los países que formaban el núcleo duro del proyecto europeo<sup>16</sup>, que fue luego trasladado al Derecho primario y a las políticas públicas de la Unión. Para decirlo muy brevemente<sup>17</sup>, dicha *equivalencia* (se le llama también *equilibrio* o *teorema* de Ricardo) prescribe que los déficits fiscales generados en periodos de contracción económica deben ser compensados mediante los superávits de los periodos de expansión, lo cual garantiza la sostenibilidad del endeudamiento público con el que se financian los déficits. La posición o régimen *no-ricardiano*, por el contrario, postularía sufragar los déficits públicos mediante la expansión de la masa monetaria, es decir, con la emisión de dinero.

---

<sup>14</sup> Un recorrido muy completo por esta línea de pensamiento sobre teoría monetaria es ofrecido por el fundamental libro de D.E.W. LAIDLER, *The Golden Age of the Quantity Theory*, Princeton University Press, Princeton 2014, 236 pp.

<sup>15</sup> La denominación deriva, como se advertirá, de David Ricardo, su formulador originario (cfr. *Principles of Political Economy and Taxation, Works and Correspondence*, edición a cargo de P. STRAFFA, Cambridge University Press, Cambridge 1951, especialmente pp. 98-116; hay traducción española: *Principios de Economía Política y Tributación*, Pirámide, Madrid 2003, 356 pp.). Uno de los desarrollos más conocidos del *equilibrio* es el de R.J. BARRO, (hasta llegar a red denominarlo como la *equivalencia Barro-Ricardo*): «Are Government Bonds Net Wealth?», *Journal of Political Economy*, Vol. 82-6, 1974, pp. 1095-1117, disponible en <http://www.jstor.org/stable/1830663>. No obstante, importa señalar que la relevancia del equilibrio ricardiano fue recordada mucho antes por R.G. HAWTREY en un breve trabajo que pasó un tanto desapercibido: «Public Expenditure and the Demand for Labour», *Economica*, No. 13 (1925), pp. 38-48, disponible en <https://doi.org/10.2307/2548008>. T. CONGDON ofrece un resumen muy asequible de este orden de ideas y del debate en teoría económica en «Do Changes in the Quantity of Money Smother Fiscal Policy?», en *Money in a Free Society. Keynes, Friedman, and the New Crisis of Capitalism*, Encounter Books, Nueva York-Londres 2011, especialmente pp. 238-241.

<sup>16</sup> A. AFONSO ofrece un más que interesante estudio empírico sobre la aplicación efectiva del *equilibrio ricardiano*, durante el periodo 1970-2003, por parte de los 15 países miembros de la UE en el momento de la llamada *Quinta Ampliación* (1995): «Ricardian Fiscal Regimes in the European Union», *ECB Working Paper Series*, No. 558, noviembre 2005, disponible en [ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp558.pdf](http://ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp558.pdf).

<sup>17</sup> La bibliografía sobre el *equilibrio ricardiano* es abundante y fue referenciada y glosada por M.G. BRIOTTI, «Economic Reactions to Public Finance Consolidation: a Survey of the Literature», *ECB Occasional Paper*, No. 358, octubre 2005, disponible en [http://ssrn.com/abstract\\_id=807411](http://ssrn.com/abstract_id=807411).

Según R.J. BARRO, el economista que tal vez haya dado a esta aportación mayor lustre y desarrollo, dicha *equivalencia* consiste, precisamente, en que el déficit fiscal no incide en la demanda agregada, lo cual supone una negación en toda regla de las propuestas keynesianas<sup>18</sup>, que afirman exactamente lo contrario. O sea, que cuando los operadores económicos perciben que hay un desbalance y que el gasto público supera a los ingresos fiscales, simplemente, ahorran más y consumen menos para pagar los mayores impuestos que serán necesarios en el futuro para volver al equilibrio presupuestario. La elección sería, por tanto, pagar impuestos antes o pagarlos después. Como no podemos detenernos mucho más en detalles ni entrar a fondo en la discusión, hemos de apuntar que, con el tiempo, el *teorema ricardiano*, en la versión de Barro, ha sido depurado y que, para lo que aquí nos interesa, podríamos enunciar las siguientes orientaciones:

- a) Los déficits fiscales plantean problemas de equidad intergeneracional que son afrontados de distinta manera según la sensibilidad que las generaciones presentes tengan hacia las venideras pero que, en cualquier caso y como cuestión crítica, deben ser tratados correctamente para no perjudicar la continuidad temporal de los órdenes sociales y políticos.
- b) La capitalización que las generaciones presentes puedan hacer para calcular el importe de las obligaciones fiscales futuras y adoptar sus decisiones de consumo/ahorro, en términos de expectativas racionales, es demasiado difícil y compleja en el mundo real, en el que la financiación de los déficits se hace mediante una combinación no siempre perceptible de técnicas, básicamente de endeudamiento público y emisión de dinero.
- c) La *equivalencia ricardiana* tiene una configuración estrictamente condicional, es decir, que solo describe el fracaso de los esfuerzos fiscales contracíclicos materializados en el déficit público si se da la circunstancia de que el incremento del gasto presupuestario discurre por caminos predecibles y los contribuyentes son capaces de formarse expectativas racionales.
- d) El sentido de *equilibrio* del teorema tiene una aplicación relevante como instrumento de moderación de la tendencia de los dirigentes políticos a emplear el endeudamiento público en lugar de la restricción del gasto y/o la subida de impuestos para paliar los déficits fiscales.

La propuesta original de David Ricardo (1772-1823) se formuló en un contexto de vigencia plena del patrón oro y de ausencia de Estados con estructura presupuestaria —sus *Principles* se publicaron por vez primera en 1817—, lo cual excluía casi por sí solo la tentación de emplear la emisión de papel moneda como instrumento masivo de financiación de déficits fiscales<sup>19</sup>. Esto

---

<sup>18</sup> No deja de ser curioso que R.J. BARRO (cfr. «Are Government Bonds Net Wealth?», cit.) desarrolle la *equivalencia ricardiana* sin ni siquiera citar a D. Ricardo, pese a que su punto de partida sea, casi literalmente, una idea verbalizada por este último y cuya paternidad era sobradamente conocida: que los impuestos y la deuda pública tienen, básicamente, los mismos efectos (de ahí la denominación del teorema). Esta curiosidad es puesta de manifiesto por J.M. BUCHANAN en la réplica o apostilla al artículo de Barro —publicada en la misma *Revista*—, concretamente en «Barro on the Ricardian Equivalence Theorem», *Journal of Political Economy*, Vol. 84-2, 1976, pp. 337-342, disponible en: <https://www.jstor.org/stable/1831905>.

<sup>19</sup> Debo limitarme a apuntar aquí la trascendencia de las aportaciones de David Ricardo, más en concreto, a la teoría monetaria y, dentro de ella, a la configuración y misión de los Bancos Centrales, que concebía como monopolistas en la emisión de moneda de curso legal, pero con pleno respaldo en reservas de oro: cfr. *Plan for the Establishment of a National Bank*, John Murray, Londres 1824, 32 pp., disponible en <https://dn790005.ca.archive.org/0/items/planfortheestablishmentofanationalbank/PlanfortheEstablishmentofaNational%20Bank.PDF>.

no sucede con las actuales divisas fiduciarias y, por tanto, el régimen *no-ricardiano* al que ahora nos referimos resulta particularmente atractivo.

Según se apuntaba, Ricardo no solo prestó atención a la vertiente fiscal, sino que también se ocupó de la del dinero, hasta ser un verdadero precursor la ya citada *escuela monetarista*<sup>20</sup>. Para él, el Banco Central no debería ser un banco análogo a los bancos comerciales y relacionado con ellos de manera prioritaria o exclusiva —a modo de un *banco de bancos*, dedicado a recibir depósitos y a dar crédito—, sino una instancia titular del monopolio de emisión de dinero y con pleno respaldo en oro. Su propuesta tuvo notable recorrido en la política de la entonces primera potencia mundial, hasta inspirar a Robert Peel (1788-1850), figura señera de toda una larga época en Gran Bretaña y que, sin éxito, ensayó la incorporación de la idea de Ricardo al marco legislativo y a la arquitectura institucional de aquel país<sup>21</sup>. Lejos de quedarse en mera curiosidad episódica, la influencia de Ricardo en este ámbito ha sido persistente, no solo por ser uno de los antecedentes más reconocibles del *monetarismo*, sino la referencia de propuestas célebres, como el *Plan Chicago*<sup>22</sup>. Más recientemente, la *revolución monetarista* de Milton Friedman (1912-2006) vendría a proponer, ya en plena agonía del patrón oro, la sujeción de los Bancos Centrales a *meta-reglas* para el control estricto de la oferta de dinero mediante la política monetaria.

El intento frustrado —o abortado, según se mire— de Peel por establecer, en 1848, el régimen estricto respaldo y convertibilidad en oro del dinero en circulación dio lugar a la pujanza de la así llamada *escuela bancaria*, que sostenía exactamente lo contrario. Su principal originador fue Walter Bagehot (1826-1877), autor de la *biblia* de los banqueros centrales, *Lombard Street*, que vio la luz en 1873, aunque no hemos de olvidar a Henry Thornton (1760-1815), en buena medida su antecesor<sup>23</sup>. En tanto que *banco de bancos*, el Banco Central debe proporcionar liquidez

---

<sup>20</sup> Para la descripción de las posiciones de las escuelas monetarista y bancaria, me baso principalmente en F. CAPIE, C. GOODHART y N. SCHNADT, «The development of central banking», en *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press, Cambridge-Melburne 1994, pp. 81-85.

<sup>21</sup> J. HUERTA DE SOTO BALLESTER ofrece una muy interesante crónica de la iniciativa legislativa de Peel y de su desenlace en el artículo «Recesiones económicas, reforma bancaria y el futuro del capitalismo», *Procesos de Mercado*, Vol. IX-2, otoño 2012, pp. 431-456.

<sup>22</sup> El *Plan Chicago* es la denominación que aúna las propuestas formuladas por destacados académicos de la Universidad de Chicago en respuesta a la Gran Recesión que siguió al *crack* bursátil de 1929, consistentes básicamente en el establecimiento de la obligación, para todos los bancos comerciales, de una reserva en los Bancos Centrales del 100% de los créditos concedidos. Un relato bien conocido es el de R.J. PHILLIPS, *The Chicago Plan and New Deal Banking Reform*, Routledge, Abingdon-Nueva York 1995, 244 pp. El Plan Chicago ha sido reivindicado más recientemente como posible respuesta a la Crisis Financiera originada en 2007-2008, en concreto, por M. KUMHOF y J. BENES, «The Chicago Plan Revisited», *IMF Working Paper*, No. 202, 1 agosto 2012, 71 pp., disponible en: <https://acrobat.adobe.com/id/urn:aaid:sc:EU:4e43fd33-3c10-4fc0-9c20-7fc40d1dbdea>.

<sup>23</sup> THORNTON publicó en 1802 su influyente obra *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, que luego fue editada en Londres, junto con otros escritos breves, por George Allen & Unwin, en 1939, con una Introducción escrita por el mismísimo F.A. HAYEK. Como explica D. LAIDER («Two Views of the Lender of Last Resort», *Cahiers d'économie politique*, No. 35 (2003), pp. 61-78), que BAGEHOT y THORNTON diferían en al señalar el sentido fundante de los Bancos Centrales como prestamistas de último recurso; mientras que el primero los consideraba como un mero respaldo auxiliar de la actividad crediticia principal de los bancos comerciales y para el mantenimiento de la convertibilidad en oro del papel moneda, el segundo los concebía como un elemento insustituible para evitar fluctuaciones indeseables en la oferta de dinero. Asimismo, dejó también apuntada la controversia entre BAGEHOT y THOMSON HANKEY (1805-1893), quien en su obra, *The Principles of Banking, Its Utility and Economy with Remarks on the Working and Management of the Bank of England*, se opuso —como firme defensor del *free banking*— a la existencia de un Banco Central, por considerarlo innecesario para el funcionamiento del crédito bancario lo cual, sorprendentemente, no le impidió ejercer como Gobernador del Banco de Inglaterra (1851 y 1853). Esta obra de HANKEY, junto con la ya citada de BAGEHOT (*Lombard Street: a Description of the Money*

discrecionalmente a los bancos comerciales y ejercer como prestamista de último recurso, con la condición de que les aplique en dichas operaciones un tipo de interés penalizado —en relación con el vigente para los créditos entre los propios bancos— y con un respaldo o garantía adecuada —el célebre *good collateral*—.

De la misma manera que, durante su vigencia, ninguna de las dos *escuelas* puso en cuestión el patrón oro, una vez desaparecido este, tampoco ninguna de ellas ha impugnado, hasta donde mi conocimiento alcanza, el carácter fiduciario de las actuales divisas ni la pervivencia y misiones principales de los Bancos Centrales. La existencia misma de estos últimos solo se ha encontrado con la oposición de los economistas integrados en la *escuela austriaca*<sup>24</sup>. No extrañará, pues, que tal dicotomía de pensamiento sea reconocible en las ahora llamadas posiciones «halcón» (*hawkish*) y «paloma» (*dovish*) de los banqueros centrales, de las que tanto se habla en los alelucos mediáticos de la política monetaria.

La fiscalidad *ricardiana* tiene su contrapunto en las propuestas keynesianas y, por extensión hacia el modelo vigente de dinero fiduciario, en las concepciones *neo-chartalistas*, que defienden la capacidad ilimitada de los Estados soberanos para endeudarse en su propia divisa, ya que cuentan con el monopolio legal de emisión de la moneda<sup>25</sup>. En definitiva, la financiación de los déficits fiscales mediante endeudamiento público sería plenamente factible sin peligro alguno de quiebra soberana y sin producir inflación, lo que permitiría una constante e ilimitada cobertura de los déficits fiscales mediante deuda sin necesidad de acudir a los tributos o a la reducción del gasto público.

Aclaro que keynesianismo y *neo-chartalismo* no son la misma cosa, aunque existe entre ambos una concordancia, no intencional, más práctica que teórica, al menos aparentemente<sup>26</sup>. El corazón de las políticas anticíclicas keynesianas es el *efecto multiplicador* del gasto público en términos de demanda agregada y de estímulo de la actividad económica en periodos recesivos; a su vez, tal estímulo provocaría el incremento de la productividad y, con ella, de la base tributaria

---

*Market*), puede encontrarse en el volumen editado y prologado por H. LEWIS, *Hankey & Bagehot: Origins of Modern Central Banking*, Axios Press, Edinburg (VA) 2014, 174 pp.

<sup>24</sup> S. BAKER y M. RANGELEY ofrecen una exposición acertada y actualizada de las posiciones más relevantes de la *escuela austriaca* de economía en «The Political Realities of the Austrian School: Experiences from Parliament, Central Banks and Global Institutions», *The Austrian School of Economics in the 21st Century*, Springer, Nueva York 2022, pp 133-176, disponible en: [https://EconPapers.repec.org/RePEc:spr:conchp:978-3-031-08502-4\\_7](https://EconPapers.repec.org/RePEc:spr:conchp:978-3-031-08502-4_7). Se encontrará una exposición muy completa del argumentario de la *escuela austriaca* sobre esta materia en la obra de P.J. BOETTKE, A.W. SALTER y D.J. SMITH, *Money and the Rule of Law. Generality and Predictability in Monetary Institutions*, Cambridge University Press, Cambridge 2021, 193 pp.

<sup>25</sup> Me veo también obligado a limitar las referencias bibliográficas a lo estrictamente indispensable y, por tal motivo, citaré la obra que estimo recoge de manera más completa el *neo-chartalismo* de la *Teoría Monetaria Moderna* (TMM): L.R. WRAY, *Credit and State Theories of Money. The Contributions of A. Mitchell Innes*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton 2004, 271 pp. La polémica recurrente en torno a las propuestas de la TMM ha alcanzado ya dimensiones inabarcables; uno de los contrapuntos críticos más recientes y asequibles lo ofrece J. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ, «Modern Monetary Theory. Why it can't provide sustained economic growth and low inflation», *IEA Current Controversies*, No. 77, abril 2021, 32 pp., disponible en <https://iea.org.uk/publications/modern-monetary-theory-why-it-cant-provide-sustained-economic-growth-and-low-inflation/>.

<sup>26</sup> Muy recomendable, sobre las relaciones entre keynesianismo y *neo-chartalismo* —en su versión más reconocible de la TMM—, es el artículo de K.S. ROGOFF, «The Age of Inflation. Easy Money, Hard Choices», *Foreign Affairs*, noviembre-diciembre 2022, disponible en: <https://www.foreignaffairs.com/world/age-of-inflation-kenneth-rogoff>.

con la que acometer mediante impuestos el pago de la deuda que financió en el pasado el déficit público. De este modo, JOHN MAYNARD KEYNES (1883-1946) sería un *ricardiano* ortodoxo, sumiso a la regla de la *equivalencia* entre deuda pública e impuestos. El problema estaría cuando la expansión no tiene lugar, no es suficiente o tarda demasiado en llegar y, por tanto, el déficit se consolida y, como sucede actualmente, no para de crecer. Uno de los enigmas del keynesianismo —en el que, obviamente, no podemos profundizar aquí— consiste en entender por qué su creador dejó abierto un abismo entre la teoría monetaria del *Tratado sobre el dinero* (1930) y la teoría fiscal y macroeconómica de la *Teoría General* (1936)<sup>27</sup>, hasta el punto de dejar irresuelta —en realidad, ni siquiera planteada— la cuestión de qué pasaría si no hay base fiscal suficiente para atender el endeudamiento derivado de los déficits públicos generados por las políticas anticíclicas. El *neo-chartalismo* de la así llamada *Teoría Monetaria Moderna* (TMM) ha cubierto el vacío. Como hemos anticipado, no habría tal problema, ya que la emisión de dinero permite a los Estados endeudarse sin tasa y generar todo el dinero que sea preciso para pagar sus deudas, caso de que no se alcance un nivel de productividad suficiente para recaudar impuestos. Así pues, estaríamos ante una nueva *equivalencia* superadora de la *ricardiana*. No es solo que los impuestos y la deuda pública sean, en buena medida, sustitutivos entre sí, sino que el dinero sería *equivalente* a los impuestos, vendrían a ser lo mismo, y, por tanto, el dinero sería también *equivalente* —un mecanismo de reemplazo— de la deuda pública, por mucho que los *neo-chartalistas* se empeñen tanto en negar a las divisas soberanas la consideración de deuda como en repudiar el efecto impositivo de la inflación causada por su emisión. Para cerrar el círculo, este peculiar cóctel de teoría económica supondría la impugnación frontal de la fiscalidad *ricardiana*, ya que justifica acudir por sistema a la emisión de dinero para financiar los déficits públicos anticíclicos.

Si es legítimo pensar que la *equivalencia ricardiana* tiene como condición de partida una visión optimista de la racionalidad de los agentes económicos y de su capacidad para un cálculo riguroso en la toma de decisiones, no lo es menos que el maridaje keynesiano y *neo-chartalista* basa su optimismo en la inefable ingenuidad de quienes, todo a la vez, se ven sujetos a impuestos y

---

<sup>27</sup> Los dos volúmenes del *Treatise on Money* de Keynes, una obra monumental, vasta y con una hechura sistemática, aparecieron publicados en 1930 por Cambridge University Press; el primero de ellos está subtítulo «The Pure Theory of Money», el segundo «The Applied Theory of Money». Su libro más célebre, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, fue publicado en Londres en 1936 por Macmillan. Pero el primer abordaje serio de la teoría monetaria por parte de Keynes tuvo lugar con anterioridad al *Treatise*, concretamente en *A Tract on Monetary Reform*, publicado por Macmillan en 1923 (adviento que, pese a la denominación de «Tracto», esta obra no es breve). Las disonancias entre la teoría monetaria de Keynes y sus propuestas en la *General Theory* han sido bien analizadas por A.M. CARABELLI y M.A. CEDRINI, «Keynes' General Theory, Treatise on Money and Tract on Monetary Reform: Different Theories, same Methodological Approach?», *CESMEP Working Paper*, No. 2/2013, 29 pp., disponible en [https://www.academia.edu/7690333/Keyness\\_General\\_Theory\\_Treatise\\_on\\_Money\\_and\\_Tract\\_on\\_Monetary\\_Reform\\_Different\\_Theories\\_Same\\_Methodological\\_Approach](https://www.academia.edu/7690333/Keyness_General_Theory_Treatise_on_Money_and_Tract_on_Monetary_Reform_Different_Theories_Same_Methodological_Approach). No obstante, las llamadas de atención sobre la difícil concordancia entre una vertiente y otra de las aportaciones de Keynes vienen de largo. Una de las más célebres es la de H. HAZLITT, *The Failure of the «New Economics»*, David Van Nostrand Co., Princeton 1959, a la que dedica un Capítulo completo, el XX (pp. 288-295); más recientemente, T. CONGDON ha llevado a cabo toda una serie de estudios sobre Keynes, los keynesianos y sus aporías que tratan también sobre esa cuestión y vienen recogidos en su ya citado *Money in a Free Society. Keynes, Friedman, and the New Crisis in Capitalism*, Encounter Books, Londres-Nueva York 2011, 486 pp., entre los que destacaría el Essay 2, «What Was Keynes' Best Book?» (pp. 22-32). Otra aclaración que sería preciso hacer y en la que, como en tantas otras, no nos podemos detener es que, por mucho que las políticas de inspiración keynesiana, de hecho y de manera inevitable, provoquen inflación por expansión de la oferta monetaria, Keynes nunca propuso explícitamente que el incremento del dinero en circulación genere por sí crecimiento económico, muy al contrario, su ideal era la inflación cero: en este sentido, véase G. SELGIN, «Hayek versus Keynes on How the Price Level Ought to Behave», *History of Political Economy*, Vol. 31-4, 1999, pp. 699-721, accesible en <https://doi.org/10.1215/00182702-31-4-699>.

compran una deuda pública que es pagada con la emisión de más deuda. En términos generales y según hemos dicho, la realidad económica de los países inicialmente integrados en la UE respondía al modelo *ricardiano* en el que, de manera reconocible, se inspiró el diseño del proyecto de integración europea. Pero no se sorprendan si comprobásemos que, a fecha de hoy, la práctica fiscal y monetaria de la UE da la razón al segundo de los optimismos.

A mi parecer, fue ANTHONY DE JASAY (1925-2019) quien, en 2003 —con ocasión del referéndum del que resultó el rechazo de Suecia a la Moneda Única—, resumió el núcleo del problema de los *Estados-polizón* a los que se enfrenta el euro:

«Cada miembro de la Eurozona se ve atrapado entre dos alternativas: actuar como polizón fiscal o convertirse en sufrida víctima de los polizones. Es fácil comprender por qué. Cuando un país tiene su propia moneda, la prodigalidad fiscal lleva consigo su castigo. Los intereses de la deuda pública nacional se incrementan desproporcionadamente, tanto por saturación del propio mercado nacional de capitales como por el incremento del riesgo asociado a la divisa. El impago de la deuda y la devaluación de la moneda (que vienen tras la inflación con la que se pretende atenuar el peso de la deuda), aunque algo remotas inicialmente, comienzan a parecer menos improbables. Las repercusiones de una política fiscal laxa se hacen más difíciles de mantener y, con el tiempo, imponen cierta disciplina a los Gobiernos.

(...) Ningún Estado miembro, con la posible excepción de Alemania, es lo suficientemente grande en el conjunto del área como para que la financiación de su déficit represente una colmatación significativa de los mercados financieros de la Eurozona. El riesgo de divisa existe solo respecto de las monedas de fuera de la Eurozona, en la práctica, solo el dólar estadounidense y el yen japonés, (...) por lo que no hay devaluación relativa entre monedas nacionales. La irresponsabilidad fiscal de un país tiene, por tanto, consecuencias adversas generales para la Eurozona, pero solo una pequeña parte de ellas es soportada por quien las provoca, al producirse dicho reparto entre todos los demás países miembros. Es el clásico caldo de cultivo del polizón.

En estas circunstancias, el vicio fiscal no es castigado, mientras que la virtud fiscal sí lo es. (...). En el marco institucional de la Eurozona, la única defensa contra los polizones consiste en hacerse polizón<sup>28</sup>».

Para resumirlo mucho, diríamos que, en un principio, Alemania asumió el papel de *huésped* o *sufriente* de polizones<sup>29</sup>. Pero la fuerza de los incentivos es tan grande que la única estrategia posible para dejar de padecer el parasitismo fiscal de otros Estados miembros consiste en convertirse en parásito, como advirtió DE JASAY. Así, Alemania no solo incumplió de manera

---

<sup>28</sup> «Free-Riding on the Euro», *EconLib Articles*, 17 de septiembre de 2003, disponible en <https://econlib.org/library/Columns/y2003/jasayeuro.html>, la traducción es mía. Sorprende de qué manera anticipó de Jasay —en 2003, hace dos décadas— la potencia de este incentivo a la proliferación de polizones, al decir: «A día de hoy, España se encuentra en situación de equilibrio presupuestario, mientras que tanto Alemania como Francia incurren en déficits cercanos al 4% del PIB (...), la consecuencia es que los deudores españoles tienen que pagar unos intereses más altos, en el medio y largo plazo, de los que pagarían si Alemania y Francia tuvieran equilibrio presupuestario» (op. cit., la traducción es mía).

<sup>29</sup> J.M. RODRÍGUEZ DE SANTIAGO nos ofrece un estudio muy recomendable para entender el posicionamiento de Alemania en relación con los Programas de compra de deuda soberana por el BCE/SEBC: «Sobre democracia, metodología y dinero. Comentario a la Sentencia del Tribunal Constitucional Federal Alemán, de 5 de mayo de 2020, sobre el PSPP», *Revista Española de Derecho Constitucional*, No. 122 (2021), pp. 295-331, disponible en doi: <https://doi.org/10.18042/cepc/redc.122.09>. Aconsejo también a este respecto el excelente trabajo de L.P. FELD y V. WIELAND, «The German Federal Constitutional Court Ruling and the European Central Bank's Strategy», *Journal of Financial Regulation*, Vol. 7-2, 2021, pp. 217-253, disponible en: <https://doi.org/10.1093/jfr/fjab006>.

flagrante el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) sin sanción alguna<sup>30</sup>, sino que ha puesto en marcha los primeros intentos —de momento, frustrados, al menos en parte— de saltarse sus propias reglas constitucionales de restricción del déficit presupuestario<sup>31</sup>, lo que muestra una disposición a dejar de ejercer como flagelador de pródigos y heterodoxos fiscales para convertirse, no ya en uno más de ellos, sino en el principal, en proporción a la importancia relativa de su economía en el conjunto de la Eurozona.

Lo visto sobre la *equivalencia ricardiana* y el juego de los incentivos que rigen las dinámicas presupuestaria y monetaria no solo nos conciernen por definir el núcleo de las relaciones entre fiscalidad y dinero, sino porque sirve de marco a las elaboraciones sobre las Áreas Monetarias, de las que enseguida me ocupó para dar cuenta de la configuración de la Eurozona.

## 2.2. La UE, ¿un caso demasiado peculiar de Área Monetaria Común (AMC)?

### a. Algo sobre el tratamiento de las relaciones monetarias transnacionales en la teoría económica

La arquitectura de la UE es también reflejo de elaboraciones de la teoría económica dedicadas a la formación y funcionamiento de las así llamadas Áreas Monetarias Comunes (AMC/AMCs, en adelante), además de haber recepcionado experiencias precedentes, de diversos ámbitos geográficos —no solo el europeo— y de ser el resultado de la consolidación progresiva de una convergencia monetaria entre gran parte de los futuros países miembros<sup>32</sup>. Se ha pensado que, en cierto modo, la propuesta de las AMCs vendría a ser la prolongación hacia el ámbito plurinacional de la *equivalencia ricardiana* y de la visión monetarista, opuesta esta última a la *chartalista*. Pero, como veremos, la omnipresencia de la dualidad de posturas no conoce excepciones, ni en lo que afecta a la configuración de las AMCs en general ni a la EZ en particular.

El efecto principalmente buscado por un AMC consiste en la normalización de las relaciones comerciales entre los diferentes países integrados mediante la evitación de la manipulación de los tipos de cambio entre sus monedas respectivas, con el fin de atenuar la competencia entre sus estructuras productivas o comerciales nacionales o, en caso contrario, de sacar un partido

<sup>30</sup> Este episodio y sus derivaciones han sido objeto de certero análisis por A. ESTELLA DE NORIEGA en «The Muting of the Stability and Growth Pact», *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, Vol. 23, diciembre 2021, pp. 73-90, disponible en DOI: <https://doi.org/10.1017/cel.2021.6>.

<sup>31</sup> Debo limitarme aquí a hacer una remisión a la Sentencia (2 BvF 1/22, Rn. 1-231) del Segundo Senado del Tribunal Constitucional alemán de 15 de noviembre de 2023 [disponible en [https://www.bverfg.de/e/fs20231115\\_2bv000122.html](https://www.bverfg.de/e/fs20231115_2bv000122.html)], que resuelve que la Segunda Ley de Presupuesto Suplementario 2021 es incompatible con el artículo 109, apartado 3, el artículo 110, apartado 2, y el artículo 115, apartado 2, de la Ley Fundamental (GG) y, por tanto, es nula. Los citados preceptos constitucionales, introducidos en 2009, establecen el límite del 0,35% del PIB para el crecimiento interanual de la deuda pública, límite que puede ser suspendido y, de hecho, lo fue con motivo de la pandemia entre el 2020 y el 2022. El Gobierno alemán entrante a finales de 2021, al darse cuenta de que no se habían utilizado 60.000 millones de euros de deuda autorizados, decidió incorporarlos a un fondo especial para el clima y la transformación económica no incluido en el Presupuesto del 2022. Para el Bundesverfassungsgericht, destinar dicha cantidad a un objetivo distinto del previsto es una decisión a posteriori «incompatible con la Ley Fundamental», ya que el Gobierno no justificó de modo suficiente la relación entre la emergencia de la situación, el uso de los fondos y el desfase temporal. Véase también la Nota de Prensa con la que se anunció la Sentencia, con la misma fecha de 15 de noviembre, disponible en <https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2023/bvg23-101.html>.

<sup>32</sup> Para adquirir una visión tan extensa como precisa sobre relaciones monetarias transnacionales, recomiendo el reciente trabajo de A. CARRERA y A. CENCINI, *National and International Monetary Payments: From Smith to Keynes and Schmitt*, Palgrave-Macmillan, Londres-Nueva York 2024, 288 pp.

excesivo de su superioridad. Quiere decir esto que la finalidad constitutiva de un AMC es, justamente, ordenar o racionalizar la redistribución de rentas y de riqueza entre sus miembros para la consecución de una mayor cohesión. Se trata, en suma, de diluir la estrategia de *empobrecimiento del vecino* (*beggar-thy-neighbour*) para generar una dinámica comúnmente provechosa<sup>33</sup>.

En una AMC, los déficits o superávits de las balanzas de pagos de los países que las componen, así como las relaciones de cambio entre sus divisas, serían guías fiables del desempeño económico: quiénes compran más de lo que producen, y al contrario. Así, si un país compra a otro más de lo que le vende, tendrá una balanza de pagos bilateral deficitaria y, como esa diferencia se paga en la moneda del país vendedor, esta moneda se revalorizará en relación con la moneda del país comprador, lo cual se reflejará en el tipo de cambio entre dichas monedas. Esto funciona también como un mecanismo de equilibrio entre países con diferentes monedas y no solo de rivalidad, ya que la ventaja en los tipos de cambio hará que los tenedores de la moneda con mayor valor relativo quieran adquirir bienes y servicios del otro país; por este motivo, un tipo de cambio aparentemente desfavorable puede convertirse en una ventaja para atraer dinero del exterior, tanto para inversiones como para compras de bienes y servicios, con las consiguientes mejoras de productividad y de balanza comercial en el país receptor de fondos. Se trata, en suma, de un mecanismo de oscilación dominado por las preferencias de los operadores económicos —del mercado, diríamos— que, en consecuencia, permite la adición de valor, el buen funcionamiento de los intercambios y la adecuada asignación de recursos.

Todo esto vendría impedido si fuera posible incidir premeditadamente sobre los tipos de cambio entre las monedas. En cierto modo, en el amplio ámbito multilateral de los países con relaciones comerciales regulares y que operan en régimen de economía de mercado —*lato sensu*, obviamente— funcionó hasta hace no mucho el sistema instaurado en la Conferencia de Bretton Woods de 1944, es decir, incluso antes de que terminara la II Guerra Mundial<sup>34</sup>. Este orden monetario y económico se ha basado en tipos de cambio fijos entre monedas y entre cada una de ellas y el dólar estadounidense que, a su vez, tenía una convertibilidad fija con el oro. Los acuerdos y las medidas unilaterales de devaluación por parte de los Estados signatarios se sometieron a restricciones y, aunque eran posibles con la adecuada justificación y publicidad, conllevaban siempre represalias y severas pérdidas reputacionales además de que difícilmente eran capaces de evitar el castigo de los mercados internacionales de divisas; por estos motivos, tenían lugar de manera muy esporádica y su alcance solía ser paupérrimo. El recurso a los aranceles era el único remedio eficaz —en detrimento inmediato de los ciudadanos del propio país que los impone— para defender la falta de productividad nacional. Como la realidad misma nos ha permitido comprobar, un régimen monetario tal contenía eficaces incentivos para la globalización del comercio y la consiguiente reducción drástica de las barreras arancelarias.

---

<sup>33</sup> Breve y sugerente me ha parecido la exposición que ofrece sobre esto E. TOUT en el post «Plans for a fictitious world: Keynes's global bank and currency», *Blogs LSE*, 10 de marzo de 2023, disponible en: <https://blogs.lse.ac.uk/economichistory/2023/03/10/keynes-global-bank-and-currency/>.

<sup>34</sup> De entre el enorme número de estudios disponibles sobre el sistema instaurado en Bretton Woods, destacaría el libro de B. EICHENGREEN, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. The Cairoli Lectures*, MIT Press, Cambridge (MA) 2010, 210 pp., donde el autor aborda de manera muy sugerente buena parte de los aspectos que nos ocupan aquí.

El sistema instaurado en Bretton Woods era una suerte de AMC para el amplio grupo de países signatarios gobernada por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, en el que el patrón oro jugaba todavía una importante función; es más, desde el principio, el patrón oro, en sus diferentes versiones, no fue otra cosa que el anclaje de esa gran área monetaria. Como es de sobra conocido, en 1971, el Presidente Richard Nixon liquidó el orden monetario hasta entonces vigente al suspender —provisionalmente, de manera oficial, definitivamente, en términos reales— la convertibilidad del dólar estadounidense con el oro<sup>35</sup>. El dólar es en la actualidad la divisa de uso universal, pero en un contexto en el que todas las monedas tienen una fisonomía exclusivamente fiduciaria, ya que su respaldo consiste, sin más, en la confianza en la capacidad fiscal de los países emisores, incluido EEUU.

Era lógico pensar que esto diese buenas opciones a la emergencia de otras divisas de referencia en el escenario internacional, concretamente a una moneda paneuropea, que tenía como antecedentes ciertas experiencias de AMCs dentro del viejo continente<sup>36</sup> y el soporte de un incipiente Mercado Común. En este panorama debe entenderse el nacimiento del euro y de su precedente más inmediato, el Sistema Monetario Europeo (SME) y la unidad de cuenta —que no medio de cambio—, el ECU (European Currency Unit), que lo sustentaba, consistente en un esquema libre de tipos de cambio entre las monedas soberanas de la CEE, todas ellas indexadas al marco alemán. La implantación del Mercado Único Europeo conllevó, justamente, el incremento de la movilidad de personas, capitales y factores productivos. Supuestamente, con la pérdida de soberanía monetaria por los países miembros, desaparecían las palancas nacionales de manejo de tipos de cambio y se abría el camino para una confluencia o simetría económica a lo largo y ancho de la CEE, que es la finalidad principal del proceso de integración europea. Aunque lo analizo más adelante, por su importancia, no puedo dejar de mencionar que la fijación de reglas fiscales en materia de déficit y endeudamiento públicos, además de la armonización tributaria —aspecto inatendible aquí—, iban dirigidas a introducir la necesaria disciplina económica y a favorecer la competencia propia de una economía de mercado en la CEE.

Con todo fundamento, se ha atribuido al economista canadiense Robert Mundell (1931-2021) la paternidad intelectual del euro, propugnado por él mismo desde época muy temprana en el marco en sus celebradas aportaciones sobre las AMCs<sup>37</sup>, que le hicieron merecedor del Nobel en 1999, no por casualidad coincidente con el alumbramiento oficial de la Moneda Única. La vena mundelliana del euro no puede ser más patente si tenemos en cuenta que Mundell sostuvo con

---

<sup>35</sup> Recomendaría vivamente, sobre este conjunto de episodios, el formidable libro de J.E. GARTEN, *Three Days at Camp David: How a Secret Meeting in 1971 Transformed the Global Economy*, Amberley Publishing, Stroud 2021, 435 pp. Muy interesante también es el de H. HAZLITT, *From Bretton Woods to World Inflation: A Study of the Causes and Consequences*, Regnery Gateway, Chicago City 1984, 179 pp.

<sup>36</sup> Sobre estos antecedentes hay una abundantísima literatura; puede verse el trabajo de G. BAZOT, E. MONNET y M. MORYS, «The flexibility of the classical gold standard (1870s-1914). Any lessons for the Eurozone?», en E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ, A. ROSELLI y G.E. WOOD, *The Economics of Monetary Unions. Past Experiences and the Eurozone*, Routledge, Abingdon-Nueva York 2020, pp. 17-30. El análisis y las propuestas lanzadas en su día por H.O. SCHMITT, con ocasión de la ruptura de la regla de la convertibilidad del dólar son otra referencia obligada: véase «International Monetary System: Three Options for Reform», *International Affairs*, Vol 50-2, 1974, pp. 193-210, disponible en: <https://doi.org/10.2307/2616693>.

<sup>37</sup> Su trabajo más reseñado es un breve y legible artículo: «A Theory of Optimum Currency Areas», *The American Economic Review*, Vol. 51-4 (1961), pp. 657-665. Véase también otro trabajo posterior, «The Economics of Common Currencies», en H. JOHNSON y A. SWODOBA (Eds.), *The Economics of Common Currencies. Proceedings of the Madrid Conference on Optimum Currency Areas*, Routledge, Abingdon 1973, pp. 114-132.

firmeza su existencia sin Unión Fiscal<sup>38</sup>. No menos evidente es la adscripción *monetarista* de este economista —pese a sus polémicas con Milton Friedman<sup>39</sup>— y *ricardiana*<sup>40</sup>, que le llevó a la firme defensa de políticas monetarias y fiscales restrictivas.

Y aquí viene una de las más llamativas paradojas del euro, que sus turbulencias hayan puesto al descubierto el influjo procedente de la otra orilla de la teoría económica, la keynesiana, *distributiva* o *bancaria*. Se trata de la reencarnación a escala europea de una concepción sobre las AMC's que, como la de J.M. Keynes, resultó la perdedora en la confrontación por definir la arquitectura económica y monetaria internacional tras la II Guerra Mundial<sup>41</sup>. El denominado *Plan Keynes*<sup>42</sup> opuso a la propuesta estadounidense —que finalmente prevaleció, como es bien sabido— para la Conferencia de Bretton Woods un sistema basado en el *bancor*, la unidad de cuenta común multinacional, expresada en oro. Con ella se liquidarían los pagos de las transacciones transfronterizas a los que servirían de vehículo los Bancos Centrales de los países integrados en él, denominadas en las respectivas divisas y originadas por las operaciones entre

---

<sup>38</sup> Véanse las declaraciones publicadas el 29 de julio de 2014 en la revista digital alemana *Focus Online*, bajo el título «Vater des Euro fleht: Eurozone muss zurück auf Los» [disponible en [https://www.focus.de/finanzen/doenchkolumne/vater-des-euro-fleht-euro-zone-zurueck-auf-los-doenchs-finanzen\\_id\\_2440230.html](https://www.focus.de/finanzen/doenchkolumne/vater-des-euro-fleht-euro-zone-zurueck-auf-los-doenchs-finanzen_id_2440230.html)], donde, en plena crisis de deuda soberana de la EZ, reivindicó la recuperación del consenso inmediatamente anterior al establecimiento del euro, donde un régimen libre de tipos de cambio de divisas mantenía los incentivos para el buen desempeño económico y fiscal de cada país.

<sup>39</sup> Más que interesante me resulta el resumen de las controversias entre ambos economistas ofrecida, a modo de entrevista cruzada entre los dos economistas, en «One World, One Money?», *Policy Options*, mayo 2001, pp. 10-30, disponible en: <http://www.irpp.org/po/archive/may01/friedman.pdf>. Interesa destacar que Friedman se alineó expresamente entre los que sostenían una opinión más escéptica sobre la viabilidad del euro: véase el artículo, escrito conjuntamente con A. SCHWARTZ, «Déjà vu in Currency Markets», *Wall Street Journal*, 22 de septiembre de 1992, disponible en: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpajpcglclefindmkaj/https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214406/full>.

<sup>40</sup> Precisamente, fue R.J. BARRO (op. cit., p. 1096-1097) quien hizo notar la comunidad de intereses y la interconexión de enfoques entre la fiscalidad *ricardiana* y las aportaciones de R. MUNDELL, tanto en materia fiscal como sobre áreas monetarias comunes. C.A.E. GOODHART ofrece una exposición muy sugerente de la proyección del debate de fondo sobre el dinero hacia las propuestas de AMC's y, concretamente, la configuración misma de la Eurozona: cfr. «The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas», *European Journal of Political Economy*, Vol. 14-3 (1998), pp. 407-432, disponible en [https://doi.org/10.1016/S0176-2680\(98\)00015-9](https://doi.org/10.1016/S0176-2680(98)00015-9). No menos recomendable para abundar en las relaciones entre dinero y fiscalidad desde la perspectiva mundelliana es el trabajo de A. ALESINA, R.J. BARRO y S. TENREYRO, «Optimal currency areas», en M. GERTLER y K. ROGOFF (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 17, 2002, pp. 301-356, accesible en <https://www.nber.org/books-and-chapters/nbermacroeconomics-annual-2002-volume-17>.

<sup>41</sup> Entre la abundantísima bibliografía sobre esta confrontación, destacaría el libro de B. STEIL, *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*, Princeton University Press, Princeton-NJ 2014, 480 pp.

<sup>42</sup> KEYNES definió su propuesta mucho antes de la Conferencia de 1944, desde sus ya citados trabajos *A Tract on Monetary Reform* (1923) y *Treatise on Money* (1930), y la recogió en sucesivas versiones preliminares, según él mismo relata en «Activities 1940-1944: Shaping the Post-War World, The Clearing Union», recogido en D. MOGGRIDGE y E. JOHNSON (Eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV, Cambridge University Press, Cambridge 2012, 484 pp., disponible online en <https://doi.org/10.1017/UPO9781139520188>. Hay un considerable número de estudios que muestran las semejanzas entre el *Plan Keynes* y el funcionamiento del Eurosistema, sobre todo en lo tocante a los saldos T2; sigo aquí dos de ellos, el de M. LAVOIE, «The Eurozone: Similarities and differences with Keynes's Plan», *IMK Working Paper*, No. 145 (2015), Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, disponible en: <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-2015032510721>, y el de J. BARREDO-ZURIARRAIN, R. MOLERO-SIMARRO y A. QUESADA-SOLANA, «Euro-Dependence — A Peripheral Look beyond the Monetary Union: A Proposal of Reform of the TARGET2», *Review of Radical Political Economics*, Vol. 49-3, 2017, pp. 375-393.

agentes económicos que, a su vez, se instrumentaban a través de los bancos comerciales dependientes de ellos en sus circunscripciones nacionales. Según esto, la Unión Monetaria Internacional tendría como núcleo central un Banco Internacional que funcionaría básicamente como contrapartida central o gran cámara de compensación —la International Clearing Union (ICU)—, además de como gestor de todo el sistema. Este planteamiento keynesiano del orden monetario global, que pone el énfasis en el mecanismo de *neteo* de posiciones y no tanto —aunque lo contenga— en el régimen de paridades estáticas entre divisas —los tipos de cambio fijos o *estrechos*—, está cargado por sí solo de claras connotaciones redistributivas, cuyos rasgos y derivaciones más destacadas conviene resumir:

- a) Se evitaría que hubiese una moneda que se erigiera en clave del sistema —esto explica la férrea oposición de EEUU y el fracaso final de la propuesta keynesiana<sup>45</sup>—, ya que todas las divisas de los países integrados tendrían, sin excepción, un tipo de conversión estable y preestablecido con la unidad de cuenta común, el *bancor*, y este, a su vez, con el oro.
- b) Los desequilibrios en las balanzas de pagos —para Keynes, la principal causa de inestabilidad económica y origen de todo conflicto— quedarían atenuados, ya que se permitiría el mantenimiento de un cierto nivel de saldos deudores y acreedores por parte, respectivamente, de los países deficitarios y excedentarios, de forma que, cuando se superase, por arriba o por abajo, la cuota asignada a cada país, se empezaría a pagar un interés y, llegado el caso, se podrían adoptar por el sistema medidas correctoras de las desviaciones.
- c) Bajo determinadas condiciones de estrés o desequilibrio, se permitirían las devaluaciones de las monedas nacionales, así como los controles de capitales y restricciones a las importaciones y exportaciones por parte de las autoridades de los países miembros.
- d) El sistema de pagos sería instrumento exclusivo del funcionamiento de las balanzas comerciales de los países integrados y, por tanto, restringido a soportar las transacciones reales de bienes y servicios y no los movimientos meramente *especulativos* de capitales.

Interesa retener que el *Plan Keynes* propugnaba la mutualización, al menos parcial y temporal, de los déficits y superávits de las balanzas de pagos como mecanismo de cooperación, entendimiento y convergencia progresiva entre las economías nacionales, cada cual con su moneda y fiscalidad propias, pero también con una referencia central o unidad de cuenta que haría funcionar la equidistribución. Junto a esto, la interdicción del aludido flujo *especulativo* de capitales se dirigiría a evitar la alteración del equilibrio del sistema —en especial, los tipos de conversión entre divisas con el *bancor*— por el antojo de los mercados financieros. El señalamiento de tal separación arroja luz sobre las discusiones acerca de si las asimetrías en los saldos TARGET2, como sistema de pagos de la EZ, se deben al funcionamiento de las balanzas de pagos o a los flujos del mercado de capitales. Hay propuestas de Keynes que no podrían instaurarse en la EZ, como la restricción a la circulación de capitales o la devaluación de monedas nacionales que, por definición, no existen. Sin anticipar más de lo necesario el análisis posterior, diré ahora que el *Plan Keynes* no sólo intentaba gestionar la redistribución dentro de un AMC, sino también definir sus límites para contener los desincentivos. Sus semejanzas con el régimen

---

<sup>45</sup> Tan sugerente como bien conocida a este respecto es la ya citada obra de B. STEIL, *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*.

de la EZ son muchas, tanto en términos funcionales como estructurales; permítanme apuntar el ECU, unidad de cuenta inmediatamente previa al euro, así como la jerarquía de tres niveles en el flujo de pagos del sistema —los bancos comerciales, los Bancos Centrales y el Banco Internacional—, que coincide con la del Eurosistema y con la operatoria de los saldos T2.

*b. Breve apunte sobre el trilema de las AMCs y sus versiones*

Para explicarlo con brevedad, la propuesta de MUNDELL sobre las AMCs, identificada como de *economía abierta*, contenía, según el mismo proponente señaló<sup>44</sup>, un *trilema* consistente en que cualquier forma de asociación monetaria transnacional impone a sus miembros la elección de solo dos de entre estos tres objetivos, con la consiguiente renuncia a uno de ellos:

- a) Una política monetaria nacional independiente, asociada a una divisa propia y al monopolio soberano de emisión.
- b) Estabilidad en los tipos de cambio entre las divisas soberanas concernidas.
- c) Integración financiera para favorecer el libre flujo transfronterizo de capitales en los países agrupados.

Como sucede con cualquiera de ellas, se trata de una modelización de aplicación limitada en sus estrictos términos que, en el mundo de las variadas formas de AMCs reales, ha encontrado habitualmente el contrapunto de soluciones intermedias, tales como una relativa flexibilidad en los tipos de cambio, una integración financiera no completa por la imposición de ciertos controles en la circulación de capitales, así como una independencia monetaria con condicionantes<sup>45</sup>.

Pero el *trilema* de las AMCs ha conocido una versión exitosa, formulada por D. RODRIK desde una perspectiva más amplia que la monetaria y para el contexto general de la globalización o, como él mismo prefiere decir, la integración económica internacional<sup>46</sup>. En esencia, esta versión sugiere esa misma limitación de elección de dos de las tres opciones siguientes:

- a) Integración económica internacional.
- b) Mantenimiento de la soberanía nacional.

---

<sup>44</sup> Aclaro que el *trilema* fue formulado de manera independiente y separada por MUNDELL (cfr. «Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates», *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29-4, 1963, pp. 475-485; disponible en: doi:10.2307/139336) y por J.M. FLEMING (cfr. «Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates», *IMF Staff Papers*, No. 9 (1962), pp. 369-379; disponible en: doi:10.2307/3866091). De ahí que sea conocido como el *trilema* de Mundell-Fleming. Se emplean más denominaciones, entre otras, «impossible trinity», «unholy trinity» «irreconcilable trinity», «inconsistent trinity», «open economy trilemma» y «policy trilemma».

<sup>45</sup> Para entender el funcionamiento de las diferentes experiencias de AMCs, incluida la EZ, recomiendo el muy sugerente, actualizado y conciso artículo de J. AIZENMAN, «A modern reincarnation of Mundell-Fleming's trilemma», *Economic Modelling*, Vol. 81 (2019), pp. 444-454, que sigo aquí en gran parte.

<sup>46</sup> Se trata de su célebre artículo «How Far Will International Economic Integration Go?», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14-1, 2000, pp. 177-186, disponible en: DOI: 10.1257/jep.14.1.177. Este autor desarrolló más esta idea inicial en *The Globalization Paradox. Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist*, Oxford University Press, Oxford-Nueva York 2011, 368 pp.

- c) Una democracia nacional altamente participativa, con pleno sufragio universal, elevada capacidad de movilización política y existencia de responsabilidad real de los gobernantes frente a la ciudadanía.

Como el propio RODRIK apuntaba<sup>47</sup>, su versión del *trilema* podría ser aplicada para la comprensión de la EZ, cosa que se ha hecho, entre otros, por J. SNELL<sup>48</sup> de forma muy sugerente. Según este enfoque de la EZ, resulta muy perceptible, también en esta variante, la adopción de soluciones de compromiso, que han dosificado, a lo largo de los diversos periodos de calma y estrés, el grado de menoscabo o exclusión de cada una de las opciones. El recorrido que hacemos por las etapas de la EZ desde la perspectiva de los saldos T2 tiene la virtualidad de mostrar nítidamente ese juego.

Todo este trasiego, en gran medida oculto, ha sido provocado, como bien argumenta AIZENMAN, por la emergencia de un cuarto factor derivado de la interconexión entre los componentes de las *economías abiertas*, la *estabilidad financiera* del área de integración de que se trate y, en general, de todo el mapa de áreas relacionadas. A diferencia de la formulación originaria del *trilema*, en el que el modelo proporciona un claro vínculo directo entre los objetivos políticos y la política económica, la *estabilidad financiera* requeriría de un complejo conjunto de herramientas dirigidas a reducir la fragilidad causada por la disparidad de equilibrios que rigen en cada uno de los miembros, en términos de madurez productiva y disciplina monetaria, así como de la credibilidad de sus mecanismos de protección frente a fluctuaciones especulativas y *shocks*<sup>49</sup>. Con la *estabilidad financiera*, estaríamos ante el bien público de toda AMCs, que serviría para circunvalar el *trilema* y que nos hace volver a las visiones enfrentadas sobre las AMCs que se han explicado. Como hemos dicho, la EZ sería un destacable ensayo de realismo político, de ruptura del corsé.

Nos percatamos de que la política monetaria sitúa la redistribución en un nivel superior y, al tiempo, mucho más profundo, pues no estaríamos ya frente al debate sobre si tiene o no sentido el control de precios de ciertos bienes y servicios y los instrumentos que se empleen, fiscales o regulatorios, sino por qué y cómo se configura la medición de todo bien o servicio, o sea, el valor mismo, considerado del modo más genérico, omnicompreensivo y radical. En efecto, nos situamos en el núcleo del debate de las ciencias sociales<sup>50</sup>, como testigos y partícipes de un vuelco en los

<sup>47</sup> Cfr., op. cit., p. 182.

<sup>48</sup> Cfr. «The Trilemma of European Economic and Monetary Integration, and Its Consequences», *European Law Journal*, Vol. 22-2, 2016, pp. 157-179.

<sup>49</sup> Véase AIZENMAN, op. cit., p. 452.

<sup>50</sup> De un lado, la inspiración de este trabajo, como tal vez su mismo título refleje, es *posneriana*, deudora del bien conocido artículo de R.A. POSNER «Taxation by Regulation», *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, No. 1 (1971), pp. 22-50. De otro, también se apreciarán claras resonancias *villarianas*, concretamente del artículo seminal de J.L. VILLAR PALASÍ, «Fisco versus Administración. La teoría nominalista del impuesto y la teoría de las prestaciones administrativas», *Revista de Administración Pública*, No. 24 (1957), pp. 11-38, incluido en A. RUIZ OJEDA (Ed.), *José Luis Villar Palasí (1922-2012). Obras selectas*, Iustel, Madrid 2022, pp. 521-543. Pueden encontrarse algunas glosas sobre diversos aspectos de las aportaciones de POSNER y de VILLAR —así como de las conexiones entre ambos— en A. RUIZ OJEDA, «La regulación económica y sus eslabones perdidos», en J.M. DE LA CUÉTARA MARTÍNEZ, J.L. MARTÍNEZ LÓPEZ-MUÑOZ y F.J. VILLAR ROJAS (Coords.), *Derecho administrativo y regulación económica: Liber Amicorum Profesor Doctor Gaspar Ariño Ortiz*, La Ley, Madrid 2011, pp. 1197-1225; en «Fiscalidad y redistribución regulatoria en Villar Palasí», *Revista Española de Derecho Administrativo*, No. 174 (2015), pp. 169-202; y en «Acción colectiva, regresividad fiscal y redistribución regulatoria en la obra de José Luis Villar Palasí», *Revista de Derecho de la Universidad de Piura*, Vol. 17 (2016), disponible en: <https://pe.lejister.com/pop.php?option=articulo&Hash=77334005181223a6d7d5ebf2712b8bb3>.

presupuestos que hasta ahora han servido para comprender problemas y concebir soluciones<sup>51</sup>, aunque obedezca a razones identificadas desde antiguo<sup>52</sup>.

### 2.3. El Eurosistema, o el *federalismo monetario* de la Eurozona: organización, gobernanza e interacciones entre el BCE, los BCNs, los bancos comerciales y los Estados

#### a. Rasgos básicos de la organización y del régimen de gobernanza del Eurosistema

Aunque no sean del todo únicas —hay semejanzas con el caso estadounidense<sup>53</sup>—, llaman la atención la estructura organizativa y el régimen de gobernanza interno del Eurosistema para definir y llevar a efecto la política monetaria de la EZ. Es preciso exponer concisamente su configuración antes de analizar la operatoria y ámbito relacional a los que sirve de sustento. Además, son precisas varias aclaraciones preliminares.

En alguno de sus preceptos, el Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE) parece atribuir la política monetaria de la UE al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que comprende, junto con el BCE, a los Bancos Centrales de todos los países miembros de la UE: «El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo “SEBC”, será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas

---

<sup>51</sup> Me refiero, en concreto, a un redireccionamiento hacia las ideas de CARL SCHMITT y a la frase que sirve de pórtico a su célebre *Politische Theologie*: «Soberano es quien decide sobre el estado de excepción» («Souverän ist, wer über den Ausnahmezustand entscheidet») [*Politische Theologie. Vier Kapitel zur Lehre von der Souveränität*, Verlag von Duncker & Humblot, Múnich-Leipzig 1922, p. 13; hay traducción española: Editorial Trotta, Madrid 2009, 180 pp., que contiene tanto su *Teología política. Cuatro capítulos sobre la doctrina de la soberanía* (de 1922, como su *Teología política II. La leyenda de la liquidación de toda teología política* (de 1969), escrito este último muy posterior, que consiste en una réplica a las críticas del teólogo E. PETERSON en su tracto *Der Monotheismus als politisches Problem: Ein Beitrag zur Geschichte der politischen Theologie im Imperium Romanum*, Hegner Verlag, Leipzig 1935, 158 pp., del que también hay traducción española: *El monoteísmo como problema político*, Editorial Trotta, Madrid 1999, 144 pp.]. La producción académica sobre SCHMITT no solo es abundante, sino que ha proliferado recientemente; entre los iuspublicistas españoles, destacaría algunos de los estudios de G. GONZÁLEZ ORFANEL, «Soldados y ciudadanos, según Carl Schmitt», *Revista de Estudios Políticos*, No. 103 (2004), pp. 251-270; «Excepción, necesidad y Constitución», *Teoría y Realidad Constitucional*, No. 48 (2021), pp. 193-214; su Estudio de Contextualización, titulado «El defensor de la Constitución», al libro *La polémica Schmitt/Kelsen sobre la justicia constitucional: El defensor de la Constitución versus ¿Quién debe ser el defensor de la Constitución*, Tecnos, Madrid 2022, pp. 11-32; «La identidad constitucional alemana y los contenidos intangibles de la Ley Fundamental en relación con la Unión Europea», en G.M. TERUEL LOZANO, A. PÉREZ MIRAS y E.C. RAFFIOTTA (Dirs.), *Constitución e integración europea. Ciudadanía, derechos fundamentales y garantías jurisdiccionales*, Dykinson, Madrid 2017, pp. 211-229, este último de alcance más general.

<sup>52</sup> Tal vez haya que tener en cuenta más que nunca la proclama de OTTO MAYER, «Verfassungsrecht vergeht, Verwaltungsrecht besteht» (*Deutsches Verwaltungsrecht* [vol. 2], Verlag von Duncker & Humblot, Leipzig 1924, p. 3 [traducción al español en 4 volúmenes, *Derecho Administrativo alemán*, De Palma, Buenos Aires 1949]). El recurso a esta idea de MAYER es relativamente frecuente entre los iuspublicistas españoles; concretamente, VILLAR PALASÍ recurre a ella para ilustrar la expansión y desarrollo de la actividad administrativa a falta de los consensos políticos y constitucionales: cfr. «Concesiones administrativas», *Nueva Enciclopedia Jurídica Seix*, Vol. IV, Francisco Seix, Barcelona 1975, p. 685 (trabajo incluido en A. RUIZ OJEDA (Ed.), *José Luis Villar Palasí (1922-2012). Obras selectas*, cit., p. 266).

<sup>53</sup> Concretamente, los saldos T2 tienen una configuración parecida al Interdistrict Settlement System (ISA Balances), vigente desde la creación misma de la Reserva Federal de EEUU en 1913, que deriva de la integración en ella de 12 distritos territoriales, cada uno de ellos con su respectivo Banco Central o de Reservas. Sinn ofrece un certero resumen de las semejanzas y diferencias entre los T2 y el ISA en *The economics of Target Balances. From Lehman to Corona*, cit., pp. 10-11. Los saldos en ISA, a diferencia de los T2, sí son objeto de liquidación final cada año, mediante los pagos correspondientes de los Bancos de Reserva de los distritos deudores a los de los acreedores.

económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos de conformidad con los principios expuestos en el artículo 119» (art. 127.1 TFUE)<sup>54</sup>. Esto estaría en consonancia con la previsión inicial, plasmada en el Tratado de Maastricht, de que todos los países miembros de la UE tendrían al euro como moneda, cosa que no ha sucedido<sup>55</sup>. En otros preceptos, el TFUE precisa que, si bien el BCE y los BCNs de todos y cada uno de los Estados miembros forman el SEBC, el BCE y los BCNs de los Estados miembros «cuya moneda es el euro» son quienes «constituyen el Eurosistema» y «dirigirán la política monetaria de la Unión» (art. 282.1 TFUE), de manera que «los Estados miembros cuya moneda no sea el euro y los bancos centrales de estos mantendrán sus competencias en el ámbito monetario» (art. 282.4 TFUE). De aquí podríamos deducir que el Eurosistema es el titular exclusivo de las competencias de política monetaria en la EZ<sup>56</sup> —que no de toda la UE, como podría seguirse del inciso último del art. 282.4, que se refiere a «la Unión», sin especificar si es la UE en su totalidad o la Unión Monetaria— y este será el entendimiento sobre el que basamos la explicación que sigue, pese a que la sombra del equívoco persiste en numerosos pasajes del TFUE y de los Estatutos del SEBC/BCE. Hemos de irnos al art. 1 del Reglamento Interno del BCE (aprobado por la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004) para salir algo más de dudas: «Se entenderá por “Eurosistema” el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda sea el euro». Importa señalar que la no pertenencia a la EZ de algunos Estados miembros de la UE está considerada como una «excepción» por el TFUE en su art. 144.1 (antiguo art. 122.1) y por el art. 43 del citado Reglamento Interno, que declara no aplicables los derechos y obligaciones de los Estatutos del SEBC/BCE a los países cuya moneda no es el euro, por lo que, entre otras cosas, quedan excluidos de participar en los órganos rectores del BCE.

El Eurosistema carece de personalidad jurídica propia y separada del BCE y de los BCNs, por lo que solo podría ser considerado como una estructura organizativa y operativa, que paso a describir con brevedad, junto con su configuración competencial. El Eurosistema lo integran entidades con personalidad jurídica propia y forma societaria, el BCE y cada uno de los BCNs, y cuenta con tres órganos colegiados rectores, el Comité Ejecutivo, el Consejo de Gobierno y el Consejo General. No nos ocuparemos de este último porque sus competencias quedan restringidas a la gestión de las funciones transitorias derivadas de la implantación de las diferentes fases de la Unión Monetaria (art. 44 Estatutos SEBC/BCE). El Comité Ejecutivo lo componen el Presidente, el Vicepresidente y otros cuatro miembros, todos ellos «nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno, sobre la base de una recomendación del Consejo y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno, de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios» (art. 283.2 TFUE y art. 11.2 Estatutos SEBC/BCE); el Consejo de Gobierno, a su vez, está formado por los seis integrantes del Comité Ejecutivo y por

---

<sup>54</sup> En el mismo sentido, el art. 2 de los Estatutos del SEBC y del BCE.

<sup>55</sup> El art. 3.4 (antiguo art. 2.4) del TUE prescribe que «La Unión establecerá una unión económica y monetaria cuya moneda es el euro».

<sup>56</sup> Una explicación más extensa y muy recomendable es la que ofrecen D. GROS y G. TABELLINI en «Institutional Framework for Monetary Policy», *Centre for European Policy Studies Working Document*, No. 126 (1998), 21 pp.

los Gobernadores o Presidentes de cada uno de los BCNs, actualmente un total de veintiséis (6 + 20) (art. 283.1 TFUE y art. 10 Estatutos SEBC/BCE).

Antes de resumir las complejidades de la *organización grupal* del voto del Consejo (cfr. art. 10, apartados 2 y 3 de los Estatutos SEBC/BCE), reseñemos que, aunque se proclama que el valor de cada uno de los votos de quienes lo integran es el mismo (art. 10.2, *in initio*, Estatutos SEBC/BCE) —lo cual sería trasunto del desiderátum expresado en el TFUE de que los miembros de dicho Consejo velen por el interés de la EZ en su conjunto y no por el de cada país miembro<sup>57</sup>—, para concretas decisiones<sup>58</sup> existe un régimen específico de ponderación de voto —que no se aplica a los miembros del Consejo que forman parte del Comité Ejecutivo<sup>59</sup>— en función de la *clave de capital* y de ciertas magnitudes macroeconómicas de cada país, a las que también me refiero a continuación. El Consejo de Gobierno tiene competencias estrictamente decisorias, y es al Comité Ejecutivo al que corresponde llevarlas a efecto y velar por su cumplimiento (art. 12.1 Estatutos SEBC/BCE), así como preparar los órdenes del día de las reuniones del Consejo de Gobierno, que suelen celebrarse quincenalmente. El BCE, con su estructura orgánica y operativa, tiene una misión de asistencia al Comité Ejecutivo para la implementación de las decisiones del Consejo de Gobierno y para coordinar la actuación de los BCNs en ese mismo sentido; por tanto, el BCE carece de capacidad decisoria propia.

La Decisión 2003/223/CE, de 21 de marzo de 2003 (DOUE del 1 de abril), del Consejo Europeo, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, modificó el apartado 2 del art. 10 de los Estatutos SEBC/BCE e instauró una suerte de *grupalización* de los Presidentes o Gobernadores de los BCNs en el Consejo de Gobierno, a modo de régimen general de ponderación de voto, añadido al ya mencionado para asuntos específicos, y que tampoco afecta a los miembros del Consejo que lo son también del Comité Ejecutivo. Básicamente, los actuales 20 Presidentes o Gobernadores de BCNs que hay en la actualidad son distribuidos en dos grupos<sup>60</sup>, en función de la participación de cada Estado en el «producto interior bruto total a precio de mercado y en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias de los Estados miembros que hayan adoptado el euro». El primer grupo lo componen los 5 Presidentes o Gobernadores de los

---

<sup>57</sup> Así, el art. 130 TFUE establece: «En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan los Tratados y los Estatutos del SEBC y del BCE, ni el Banco Central Europeo, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones, órganos u organismos de la Unión, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones, órganos u organismos de la Unión, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del Banco Central Europeo y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones».

<sup>58</sup> Son las relativas a las propias claves de capital y a sus modificaciones y ajustes, activos exteriores de reserva, asignación de ingresos monetarios a los BCNs y de beneficios y pérdidas

<sup>59</sup> Literalmente, dice el art. 10.3 Estatutos SEBC/BCE, que «La ponderación de los votos de los miembros del Comité Ejecutivo será cero».

<sup>60</sup> La vigente versión del art. 10.2 de los Estatutos prevé la distribución de los Presidentes o Gobernadores en tres grupos cuando el número de países de la EZ llegue a 22 o más, con el mismo criterio de PIB y balance agregado del sistema bancario de cada uno de ellos, el primero de ellos con 5 miembros y 4 votos, el segundo con un número de integrantes igual a la mitad del total de Presidentes o Gobernadores y 8 votos, y el tercero formado por los restantes y al que corresponderán 3 votos. Se aprecia, por tanto, que, en cualquier caso, el número de votos de los Presidentes o Gobernadores de los BCNs en el Consejo de Gobierno es el mismo (11 = 8 + 3), con independencia de los países de la EZ alcancen o no la cifra de 22, mientras que el número de votos de los miembros del Consejo que lo son también del Comité Ejecutivo se mantiene constante, o sea, en 6. Como vemos, permanece sin cambios, en cualquier caso, el número total de 21 votos del Consejo de Gobierno.

BCNs de los países con los mayores porcentajes de participación (Alemania, Francia, Países Bajos, Italia y España); el segundo, los restantes 15. Dentro de cada grupo, los votos de sus integrantes tienen, no obstante, idéntico valor y las decisiones del grupo se adoptan por mayoría simple, como regla general. En el total del Consejo, al primero de los grupos corresponden 4 votos y al segundo 11. De este modo, el Consejo de Gobierno tiene un total de 21 votos, ya que a los 4 y 11 de uno y otro grupo se añaden los 6 de los miembros el Comité Ejecutivo. Por tanto, no queda ya mucho de la paridad de votos en el Consejo de Gobierno, según observamos por este régimen general de ponderación. Obviamente, tal *grupalización* pretende atenuar el predominio que la igualdad de los votos de los miembros del Consejo de Gobierno confiere a los Presidentes o Gobernadores de los BCNs de los países de la EZ con economías de más reducido tamaño, al tiempo que se fortalece la posición del *núcleo estable* del Eurosistema, es decir, los miembros del Comité Ejecutivo. Sin identificarse del todo, esta ordenación replica en cierto modo la estructura de la participación de cada país de la EZ en el capital del BCE de la que ahora me ocupo con brevedad.

El BCE, en tanto que sujeto societario dotado de personalidad jurídica, además de prestar un soporte fundamental para todo el Eurosistema, daría una referencia ilustrativa del peso relativo de cada Estado de la EZ mediante la denominada *clave de capital*, que no es otra cosa que el porcentaje de aportación y participación de los BCNs respectivos en el capital social del BCE. El criterio para la determinación de los porcentajes (art. 29.1 Estatutos SEBC/BCE) es una combinación a partes iguales de un parámetro poblacional y otro macroeconómico —el PIB de cada país, en relación con el del total de la EZ—. Así se comprende mejor el propósito de limitación del efecto redistributivo que contiene el régimen de toma de decisiones por el Consejo de Gobierno de la regla general «un miembro/un voto». En tanto que el Eurosistema en modo alguno es reducible al BCE, el Consejo de Gobierno es un órgano del Eurosistema en su conjunto, no del BCE. No puede olvidarse que cada Estado miembro es propietario y socio único de su BCN respectivo, por lo que no resulta tan improcedente considerar que, si existe algún tipo de sesgo nacional en la orientación del voto del representante de cada uno de los BCNs en el Consejo de Gobierno, solo podría responder a ese factor. Esta consideración, aparentemente cogida al paso, se ve reforzada desde la perspectiva funcional que nos proporcionan las interacciones entre los principales agentes implicados en el Eurosistema, que analizamos someramente a renglón seguido, con atención a los rasgos de mayor interés para este estudio. Como es lógico, la *clave de capital* no solo se aplica para la ponderación del valor del voto para la adopción de decisiones específicas ya mencionadas, sino también para el reparto de ingresos (art. 32 Estatutos SEBC/BCE), beneficios y pérdidas (art. 33 Estatutos SEBC/BCE), tanto del BCE como ente societario, como del Eurosistema, aspecto que retomaremos al explicar los saldos T2.

*b. El entramado relacional del Eurosistema: BCE, BCNs, bancos comerciales y Estados*

El primer ámbito que merece consideración viene dado por el hecho de que es a los BCNs y no al BCE a quienes corresponde —bajo la dirección y supervisión de este último— la llevanza efectiva de las diferentes operaciones de dación de liquidez a las entidades de crédito residenciadas en sus territorios nacionales respectivos, así como la recepción de las reservas, tanto obligatorias como voluntarias, de estos últimos. Para tales propósitos se emplean los instrumentos de política monetaria definidos por el Consejo de Gobierno, en unos términos comunes para la totalidad de la EZ, si bien, como luego comprobaremos, se han establecido condiciones diferenciadas para algunos de dichos instrumentos. Se añadirán a esto algunos detalles relevantes en el epígrafe dedicado a los saldos T2 pero, de momento, digamos que las diferentes operaciones de dación de

liquidez exigen a las entidades de crédito unas garantías o colaterales que suelen consistir en créditos otorgados a terceros, en especial —aunque no exclusivamente— títulos de deuda pública.

Esto pone de manifiesto un segundo orden relacional en el Eurosistema, derivado del hecho de que los principales tenedores de deuda pública en la EZ son las entidades de crédito, en particular, las domiciliadas en cada país respecto del Estado miembro en cuestión —no obstante, más adelante veremos que otros BCNs y los inversores extranjeros adquieren también esa deuda pública—, tanto porque la necesitan como respaldo de las operaciones de liquidez con sus BCNs, como por su función como intermediarios para su colocación a terceros inversores. Aquí vemos que los BCNs son tenedores últimos de un elevado volumen de la deuda pública emitida por sus Estados, por dos conceptos, primeramente, como garantía de las citadas operaciones de liquidez con los bancos comerciales y, en segundo lugar, porque ellos mismos la adquieren en propiedad plena mediante compra en el denominado *mercado secundario* —el *mercado primario* sería el de las compras directas al Estado emisor, que el BCE y los BCNs tienen expresamente prohibidas por el art. 123 TFUE— a cualesquiera titulares, sean o no entidades de crédito, cuestión a la que nos referiremos posteriormente en varias ocasiones.

Esto último nos obliga a explicar una característica esencial de toda moneda fiduciaria, incluida el euro, como es obvio. Consiste en que, en términos macroeconómicos —aquí es importante la noción de *agregados monetarios*, en la que no podemos detenernos—, el dinero es creado por el sistema bancario en su conjunto mediante relaciones de crédito: *a)* emisión de monedas y billetes por los Bancos Centrales; *b)* operaciones de dación de liquidez por los Bancos Centrales a los bancos comerciales; *c)* el crédito que los bancos comerciales otorgan a otros agentes. Así, las reservas —como hemos dicho, obligatorias, en función del volumen total de crédito que otorgan, y voluntarias— constituidas por las entidades de crédito en sus BCNs respectivos, junto con el dinero en metálico y el papel moneda, forman la denominada Base Monetaria (BM, que es uno de los *agregados monetarios*), también llamado *dinero de alta potencia*, por ser aquel cuya creación depende directamente de actuaciones llevadas a cabo por los Bancos Centrales.

En situaciones ordinarias, las entidades de crédito acuden a dichas operaciones de liquidez cuando no tienen acceso a la proporcionada por otras entidades y carecen de efectivo suficiente en sus propias cuentas de tesorería y de reservas voluntarias en el BCN para atender las demandas de crédito, hacer frente al reintegro de los depósitos de sus clientes o ambas cosas a la vez. Tales operaciones de liquidez consisten, simplemente, en que el BCN incrementa por el importe correspondiente la cuenta de reservas del banco —con la aportación del colateral oportuno, recordemos—, y dicho incremento supone la creación de dinero, ya que ha crecido el volumen total de las reservas. Asimismo, cuando el BCN emite monedas y billetes crea también dinero e incrementa la BM. No nos detendremos en este segundo componente de la BM, aunque sea la forma de dinero con la que tal vez estemos más familiarizados, ya que, en dimensión agregada, es una parte muy pequeña de la oferta monetaria total. Lo importante para nosotros es retener que la dación de liquidez por los BCNs a sus bancos comerciales mediante el incremento de las reservas disponibles por estos supone por sí sola el aumento de la cantidad de dinero por el mismo importe de la liquidez otorgada. Se comprenderá mejor esta idea crucial por lo que enseguida decimos y por las explicaciones sobre el funcionamiento de los saldos T2.

A su vez, debemos reseñar algo de las relaciones entre las entidades de crédito y los Bancos Centrales, que da razón de un segundo nivel de creación de dinero desde la perspectiva macroeconómica que hemos apuntado, también mediante la dación de crédito, ahora por parte

de dichas entidades a los operadores económicos. Los bancos comerciales crean dinero —históricamente, siempre lo han hecho así— cada vez que otorgan un crédito y por el mismo importe del crédito concedido<sup>61</sup>, si bien no es del todo cierto que dicho dinero sea «creado de la nada» o «del puro aire»<sup>62</sup>. En un sistema fiduciario no existe, por definición, el anclaje o control de emisión que proporcionó el patrón oro, basado en la convertibilidad en dicho metal del papel moneda librado por los bancos comerciales, que les obligaba a mantener un porcentaje prudencial de reservas de oro. Como es sabido, en la actualidad, uno de los principales mecanismos de control de la emisión de dinero por los bancos comerciales a través de la dación de crédito se hace mediante el establecimiento de determinadas cuantías de reservas obligatorias en sus Bancos Centrales. Por eso, la creación de dinero en esta vertiente de relaciones crediticias no se lleva a cabo en el vacío, de manera incondicional e ilimitada, y no solo por la citada obligación de mantenimiento de reservas mínimas, sino por la propia configuración del sistema bancario que, junto con la estructura fiscal, ha sustituido al oro como anclaje del dinero fiduciario.

La creación de dinero por los bancos comerciales al dar un crédito se produce de manera escrituraria, mediante la mera apertura al acreditado de un depósito en el propio banco acreedor por el importe del crédito otorgado. Ahora bien, el dinero así creado va destinado a operaciones con terceros que normalmente, a su vez, lo recibirán y depositarán en las cuentas que tienen en sus bancos respectivos. Esto se lleva a cabo a gran escala en el seno del sistema bancario mediante el flujo de compensaciones entre el banco del pagador y el del receptor; tales compensaciones pueden tener lugar, indistintamente, de forma directa entre las entidades concernidas —relaciones de crédito interbancario—, o a través de las cuentas que ambas tienen en el Banco Central común, si los dos bancos están residenciados en el mismo país —retengamos este dato para cuando se trate de distintos países—. Por tanto, por mucho que el crédito pueda ser otorgado y el dinero creado por el banco acreditante, el dinero solo podría ser aplicado por quien recibe el crédito en operaciones de pago si dicho banco obtiene crédito en el mercado interbancario o cuenta con reservas suficientes en el Banco Central.

Significa todo esto que los bancos comerciales tienen en el pasivo de sus balances depósitos con un doble origen, por una parte, los constituidos como contrapartida de los créditos que ellos mismos otorgan y, por otra, los que reciben del exterior, procedentes de otras entidades, y que constituyen una fuente de financiación en calidad de fondos ajenos. Pero también este segundo tipo de depósitos allegan al banco receptor mediante los mismos mecanismos de compensación que acabamos de mencionar. Así pues, tanto unos depósitos como otros se instrumentan y son

---

<sup>61</sup> Tal vez la explicación más célebre, además de reciente, de la creación de dinero mediante crédito puede encontrarse en M. MCLEAY, A. RADIA y R. THOMAS, «Money Creation in the Modern Economy», *Bank of England Quarterly Review*, Q1-2014, pp. 14-27.

<sup>62</sup> No puedo evitar la cita del excelente artículo de G.A. SELGIN «Banks Are Intermediaries of Loanable Funds», *Cato Working Paper*, No. 80, 18 marzo 2024, 48 pp. (disponible en: <https://www.cato.org/working-paper/banks-are-intermediaries-loanable-funds>), donde propone una crítica incisiva a la capacidad irrestricta de creación de dinero por los bancos comerciales mediante la dación de crédito, postulada por la que él mismo denomina «Thin Air Theory», cuyos destacados representantes son los ya citados MCLEAY, RADIA y THOMAS. Recomiendo también las explicaciones de R.A. WERNER que se contienen en dos artículos: «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, disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.07.015>; y «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 (2014), pp. 71-77, disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.10.013>.

posibles mediante los flujos soportados por el crédito interbancario o por las reservas de los bancos comerciales en el Banco Central, o sea, por las entrañas del sistema bancario.

Resumidamente, los bancos comerciales, de manera simultánea y como misión diferenciadora propia, crean dinero al dar crédito y hacen circular, a título de intermediarios, el dinero creado por otros. El flujo de compensaciones que hemos apuntado da lugar a toda una serie de posiciones acreedoras y deudoras de los diferentes agentes —Bancos Centrales, entidades de crédito y operadores económicos no bancarios— en el seno del sistema bancario, cuyo saldo neto global, para decirlo con concisión, conforma la cantidad total de dinero en una jurisdicción monetaria. Despunta en este circuito de flujos su estructura piramidal, jerárquica, dotada de rangos identificables pero permeables entre sí a través de conductos preestablecidos, con la que nos volveremos a encontrar seguidamente al tratar de los saldos T2.

Hemos de afrontar un último aspecto antes de entrar de lleno en la explicación de los saldos T2, la del *señoreaje*, es decir, el beneficio obtenido por el emisor o creador de dinero y por su puesta en circulación que, en principio, sería la diferencia entre el coste de emitirlo —prácticamente cero— y aquello que adquiere o recibe a cambio —el interés que le pagan por el dinero que emite y presta a otros—. Como adelanto de lo que se expone en el epígrafe siguiente, podemos apuntar ahora que, justamente, la condición crediticia del dinero permite prevenir un aprovechamiento abusivo por el emisor de su función. En el caso de un banco comercial, su beneficio como emisor vendrá determinado por la diferencia entre los intereses que paga por el dinero que recibe y que es creado por otros —Banco Central o bancos comerciales— y el que cobra a quienes da crédito —Banco Central, otros bancos comerciales o agentes económicos no bancarios—. Lo mismo sucede en el caso de un Banco Central, cuyo *señoreaje* será la diferencia entre el interés que cobra por el dinero que crea mediante el préstamo a sus bancos comerciales y el que paga por el que reciben a través de las reservas obligatorias y voluntarias de dichos bancos. Resulta indispensable establecer limitaciones al *señoreaje*, ya que el efecto necesario de la emisión de dinero es el incremento de la masa monetaria y la consiguiente inflación, consistente en la subida del nivel general de precios y en la pérdida de valor adquisitivo de la moneda, y que constituye un impuesto regresivo encubierto<sup>65</sup>. El premio o castigo al desempeño de las funciones de intermediación crediticia —cada cual a su modo— por los Bancos Centrales y por los bancos comerciales, traducido en la obtención de beneficios o pérdidas procedentes de los ya citados diferenciales de interés, es concebido como un freno eficaz al abuso del *señoreaje*.

Y antes de pasar al ya anunciado apartado central de este estudio, precisemos que todo este entramado relacional se ve afectado en la EZ por la existencia del BCE, con las misiones que ya se han expuesto, a la que debe añadirse su posición de entidad-pináculo en la estructura jerárquica del sistema de pagos, a modo de cámara de compensación entre los BCNs, del modo que enseguida se explica. Tal posición está justificada por la existencia misma de la EZ como ámbito de libre circulación de capitales a lo largo y ancho de todo su alcance territorial, estructurado mediante este peculiar esquema de *federalismo monetario*, que es también un *federalismo bancario*.

---

<sup>65</sup> Decía J.M. KEYNES que la inflación «es la forma de tributación que el público más difícilmente puede eludir y que el más débil de los gobiernos es capaz de aplicar» (*A Tract on Monetary Reform*, cit., p. 46, la traducción es mía).

### 3. TARGET2 (T2): la sigilosa herramienta redistributiva para la Eurozona

#### 3.1. Un sistema de pagos convertido en mecanismo de crédito intraeuropeo, automatizado e ilimitado, en el curso de las tribulaciones de la Eurozona

Los antecedentes más inmediatos de la actual Unión Monetaria Europea consistieron en experiencias de armonización monetaria entre países europeos que perseguían el control de las fluctuaciones de los tipos de cambio entre divisas, entorpecedoras del funcionamiento de las políticas comunes de la entonces CEE.

Tras la II Guerra Mundial, el inicio de la confluencia monetaria europea consistió en el establecimiento de un sistema de pagos, la European Payment Union<sup>64</sup>. Pero la primera experiencia recibió la gráfica denominación de Serpiente Monetaria Europea, fruto del Acuerdo entre los Estados miembros de la CEE del 21 de marzo de 1972, como respuesta a la liquidación del sistema de Bretton Woods —que provocó la citada volatilidad en el mercado de divisas, que cotizaban libremente frente al dólar estadounidense— y atravesó por serias dificultades, hasta llegar a una vía muerta. En 1979, mediante un simple acuerdo —luego respaldado por el Acta Única Europea de 1987<sup>65</sup>— entre los Bancos Centrales de los países de la CEE —interesante precedente de su protagonismo actual— se instauró el Sistema Monetario Europeo (SME, European Monetary System-EMS), dotado de un Mecanismo Europeo de Cambio (MEC, European Exchange Rate Mechanism-ERM) entre las monedas nacionales de los Estados miembros de la CEE y de una unidad de cuenta común, el ECU (European Currency Unit). Así se configuró el anticipo inmediato de la Moneda Única. Ciertamente, el SME tuvo una existencia azarosa pero que resultó de enorme utilidad para la consecución de la Unión Monetaria, además de proporcionar información de interés para comprender la actual situación. El SME consistió en un sistema de libre flotación de los tipos de cambio entre monedas, sin controles de cambio de divisas, aunque con posibilidad de restricciones al libre movimiento de capitales, y que tenía como referencia al marco alemán. Proporcionó una disciplina fiable para afianzar el camino hacia la deseada convergencia de las economías nacionales, pero obligaba a los Estados miembros a adoptar decisiones del todo visibles para manejar las turbulencias —típicamente, las devaluaciones de sus monedas y, en su caso, el acuerdo de salida del SME, como fue el caso del Reino Unido en 1992— que, además, comportaban dificultades operativas muy notables que incluían el flujo de relaciones y reproches entre los Estados y el de sus respectivos Bancos Centrales. Además, el SME exigía controles al movimiento transnacional de capitales que, como es obvio, resultaban incompatibles con el proyectado Mercado Único. En resumen, la creación de una Moneda Común sería un sistema que prescindiera por completo de los tipos de cambio entre divisas, con un marco alemán reconvertido en euro y, sobre todo, dotado una estructura común, más *discreta* y operativa, en la que residenciar la política monetaria de la nueva AMC<sup>66</sup>. El euro,

---

<sup>64</sup> Cfr. CAPIE, GOODHART y SCHNADT, «The development of central banking», cit., p. 23.

<sup>65</sup> El Acta Única adicionó al Título III del Tratado CEE un nuevo Capítulo 1 sobre «Cooperación en materia de política económica y monetaria (Unión Económica y Monetaria)» (art. 102 A).

<sup>66</sup> Véase I. ANGELONI, V. GASPARI y O. TRISTANI, «The Monetary Policy Strategy of the ECB», en D. COBHAM y G. ZIS (Eds.), *From EMS to EMU: 1979 to 1999 and Beyond*, Palgrave-Macmillan, Londres-Nueva York 1999, pp. 3-38; disponible en: [https://doi.org/10.1007/978-1-349-27745-2\\_2](https://doi.org/10.1007/978-1-349-27745-2_2). Aunque hay muchos estudios que recogen los antecedentes referidos, me permito sugerir este, en el que me baso para el resumen que aquí ofrezco.

en tanto que heredero del Deutsche Mark, es un proyecto eminentemente político, aunque en absoluto carente de lógica económica<sup>67</sup>.

El sistema de pagos para la EZ que vamos a explicar ahora y que cuenta con respaldo normativo genérico<sup>68</sup>, tendría una función aparentemente adicional o superpuesta a la Moneda Común; no obstante, a la luz de los antecedentes, tiene una entraña más profunda, pues los BCNs desempeñan, a través del sistema de pagos, como bien señaló KARL POLANYI (1886-1964), el papel de *colchones* entre las economías *internas* de cada país y las economías *externas*, presente de manera muy visible en el último tramo de vigencia del patrón oro durante el sistema de Breton Woods<sup>69</sup>.

Ahora bien, el sistema de saldos T2 no solo no ha sido establecido formalmente por instancia legislativa alguna, sino que ni siquiera figuraba en los paneles de datos o en la información en abierto del Eurosistema, por lo que su existencia misma pasó del todo inadvertida al público en general. De ahí que no sea exagerado decir que su puesta en conocimiento por un artículo académico de H.W. SINN y T. WOLLMERSHAEUSER, en 2011<sup>70</sup>, constituyó un auténtico descubrimiento para casi todos, que obligó al BCE a incluir, a partir de ese año, los datos sobre saldos T2 en la información pública periódica. La fecha del descubrimiento es plenamente coincidente con el hervor de la primera crisis del euro y de deuda soberana de la EZ del bienio 2010-11. A partir de aquí, estalló una prolija polémica a todos los niveles, incluido el político, de la que damos alguna cuenta.

Por la generalidad de su ámbito competencial (cfr. art. 12.1 Estatutos SEBC/BCE), y falta de previsión específica, no se concibe otra posibilidad que la de atribuir al Consejo de Gobierno la creación y el establecimiento del régimen de funcionamiento de los saldos T2, aunque no haya rastro de la decisión o decisiones<sup>71</sup>. Veamos de manera concisa los aspectos de mayor relevancia para nosotros<sup>72</sup>.

Lo recientemente explicado en el anterior epígrafe 2.3.b., nos permitirá entender las tres funciones básicas<sup>73</sup> que cumplirían los T2 y que vamos a analizar más adelante: *a)* son el vehículo para la compra de activos por parte del BCE a los BCNs; *b)* sirven para instrumentar los pagos

---

<sup>67</sup> Un trabajo excelente a este respecto es el de S. MEE, *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge University Press, Cambridge-Nueva York 2019, especialmente, p. 313. Esta conexión con la tradición alemana y el pensamiento ordoliberal germánico viene muy correctamente referenciada, entre otros muchos, por M. BRAIMBRIDGE y P.B. WHYMAN, *Crisis in the Eurozone. Causes, Dilemmas and Solutions*, Palgrave-Macmillan, Londres-Nueva York 2015, pp. 10-11.

<sup>68</sup> Así, el art. 22 de los Estatutos SEBC/BCE, prevé que «El BCE y los bancos centrales nacionales podrán proporcionar medios y el BCE dictar reglamentos, destinados a garantizar unos sistemas de compensación y liquidación eficientes y solventes dentro de la Comunidad, así como con otros países».

<sup>69</sup> Véase la conocida obra de POLANYI *The Great Transformation*, Beacon Press, Boston 1940, p. 295.

<sup>70</sup> Se trata de «Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility», *National Bureau for Economic Research Working Paper*, No. 17626, noviembre 2011, 40 pp.

<sup>71</sup> La publicación es estrictamente potestativa, según el art. 34.2 Estatutos SEBC/BCE: «El BCE *podrá* decidir hacer públicos sus decisiones, recomendaciones y dictámenes» (la cursiva es mía).

<sup>72</sup> Sigo aquí al que tal vez sea el más autorizado y completo estudio sobre la materia, el del ya citado H.W. SINN, *The Economics of Target Balances. From Lehman to Corona*, cit.

<sup>73</sup> Cfr. SINN, *The Economics of Target Balances. From Lehman to Corona*, cit., p. 2.

correspondientes a transacciones transfronterizas —de bienes, servicios y capitales— entre los operadores económicos de la EZ, que se llevan a cabo a través de los conductos del sistema bancario (bancos comerciales, BCNs y BCE); c) permiten la distribución mutualizada entre los BCNs de los ingresos del *señoreaje* derivados de la creación de dinero por el sistema bancario en su conjunto.

Aunque, según el TFUE (art. 127.2), corresponde al SEBC «promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago» —en el mismo sentido, arts. 3 y 22 Estatutos SEBC/BCE—, esto no significa en modo alguno que deba existir un solo sistema de pagos en la EZ; es más, respecto de las dos primeras funciones, los T2 no tendrían por qué ser necesariamente, en sentido técnico, la única solución para instrumentar los pagos en la EZ<sup>74</sup>. Son de sobra conocidos los mecanismos de pago privados, bien mediante cámaras de compensación constituidas como tales, bien a través de instrumentos informatizados dotados de suficiente seguridad y agilidad, tengan o no el estatuto formal de entidades de contrapartida central. Para el tratamiento de los pagos correspondientes a las transacciones de activos —sobre todo de deuda pública en mercado secundario— por parte de los BCNs y el BCE, no habría impedimento alguno para hacer que el propio BCE funcionase con una cámara de compensación, tanto para las operaciones entre el BCE y los BCNs como para las de estos entre sí —para transferencias transnacionales—, igualmente capaz de liquidaciones instantáneas y con opción de que los activos sean formalmente propiedad, bien de los BCNs, bien del BCE.

Como hemos apuntado, la elección de un sistema como los saldos T2 es del todo deliberada y tendría las siguientes características y consecuencias<sup>75</sup>:

1ª) Las órdenes de pago giradas por cada BCN y por el BCE mismo —y hechas efectivas por el BCN o por el BCE, según quién sea la contraparte— consisten en el puro y simple otorgamiento de un descubierto que no aparece garantizado por ningún tipo de colateral, sea porque el adquirente/ordenante transfiere al pagador/acreador un activo —por ejemplo, aquel cuya adquisición provoca el pago— con un pacto de recompra —en esto consisten los célebres *repos*—, sea porque se pignora u ofrece otra clase de garantía.

2ª) Dichas órdenes de pago tampoco son objeto de tratamiento para su liquidación específica entre las partes mediante mecanismos de compensación, ni instantánea ni periódica. Significa esto que no existe ninguna cuenta de consolidación distinta del Eurosistema en su conjunto que, como sabemos, no solo carece de personalidad jurídica, sino también de un régimen propio de *cuotas*, por lo que solo quedaría la referencia, a semejanza de un contrato de cuentas en participación, de las *claves de capital* de los Estados de la EZ en el BCE.

3ª) Cada BCN y el propio BCE, según el momento temporal que se considere, tendrá una posición deudora o acreedora en T2 —que, como vemos, cuantifica las relaciones entre los integrantes del Eurosistema—, en función de que el número de órdenes de pago giradas sea mayor o menor que el número de órdenes de pago recibidas. Como acabamos de decir, al no existir liquidación ni entrecruzamiento de participaciones sociales entre

---

<sup>74</sup> Cfr. SINN, op. cit., p. 12, cuya explicación resumimos aquí.

<sup>75</sup> De nuevo, sigo aquí a SINN, op. cit., pp. 13-14.

los BCNs —cuyos accionistas son en exclusiva sus respectivos Estados— ni entre estos y el BCE —participado también en exclusiva por los Estados de la EZ—, no es posible un tratamiento de los saldos mediante compensación, reducción u operación asimilada distinta del flujo mismo de transacciones y órdenes de pago, para las que no existe ninguna restricción cuantitativa o cualitativa.

4ª) Los BCNs y el BCE crean dinero —Base Monetaria (BM), como recordaremos— cada vez que hacen uso de esta facilidad de crédito por descubierto en el Eurosistema mediante el giro de órdenes de pago, por el mismo importe de dichas órdenes. Para limitar el *señoreaje* o beneficio derivado de la emisión de dinero, se establece el devengo de un interés de los saldos deudores medios anuales, para el que rige el mismo tipo que el de la denominada *facilidad de depósito*, o sea, el vigente para la retribución de las reservas de los bancos comerciales en sus BCNs<sup>76</sup>. Los ingresos procedentes de estos intereses se reparten anualmente entre los BCNs según la *clave de capital* de sus respectivos Estados en el BCE<sup>77</sup>, lo cual da lugar a la curiosidad de que los BCNs con posición deudora neta en T2, no solo emiten dinero (BM) a costa de todo el Eurosistema, sino que reciben su porción en el reparto de los ingresos por *señoreaje*. Aquí nos encontramos con la peculiar implementación de la tercera de las funciones de los T2 que hemos señalado anteriormente.

En definitiva, el mecanismo T2 está concebido para que el Eurosistema en su conjunto y no las relaciones bilaterales entre BCNs —el emisor de la orden de pago y quien realiza el pago— o entre cualquiera de ellos y el BCE, sirva de soporte a la creación de dinero, al tiempo que se establece un mecanismo de contención del *señoreaje* que escasamente previene su abuso, ya que los principales emisores de dinero —los BCNs con posición neta deudora— perciben sin restricción alguna la parte que les corresponde de los intereses —con un tipo no penalizado— devengados por todas las posiciones deudoras. No es, por tanto, inapropiado decir que, en la Unión Monetaria Europea, los BCNs emiten la divisa común no solo mediante metálico y papel-monedas<sup>78</sup>, sino en la modalidad escrituraria de *dinero de alta potencia* (BM)<sup>79</sup>. Esto es crucial para entender algo que analizaremos enseguida: a través de T2, los BCNs emiten la misma divisa con la que sus Estados se endeudan, el euro, con lo cual estaríamos en la misma situación que en la época de las monedas soberanas nacionales, supuestamente superada. La ausencia de cualquier clase de previsión sobre la exigibilidad de las cantidades de los saldos deudores en T2 —que, si aplicamos el criterio de la generalidad de competencias del Consejo de Gobierno, requeriría de

---

<sup>76</sup> Esta disposición sobre devengo de intereses de los saldos T2 deudores fue adoptada por el Consejo de Gobierno mediante la Decisión 2077/NP10, que no ha sido objeto de publicación y cuyo conocimiento debemos a Sinn, a quien le fue remitida en privado y como contestación a la petición hecha por escrito por el Ifo Institut für Wirtschaftsforschung, presidido por el propio Sinn: véase op. cit., p. 62, nota 4.

<sup>77</sup> Se trata de la regla general de distribución de ingresos monetarios establecida por el art. 32.5 de los Estatutos SEBC/BCE: «La suma de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales se asignará a los bancos centrales nacionales proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE, sin perjuicio de las decisiones que adopte el Consejo de Gobierno con arreglo al artículo 33.2».

<sup>78</sup> Los Estatutos SEBC/BCE prevén, en su art. 16 (en desarrollo de la previsión del art. 128.2 TFUE), que «el Consejo de Gobierno tendrá el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en la Comunidad, billetes que podrán emitir el BCE y los bancos centrales nacionales».

<sup>79</sup> Me adhiero aquí a la explicación de H.W SINN, op. cit., pp. 25-28.

su decisión expresa<sup>80</sup>— aparece asociada a la falta de un acreedor identificable como tal, ya que el Eurosistema no tiene personalidad jurídica propia y no quedaría otro remedio que acudir al *genus* del contrato de cuentas en participación. Pero aún más llamativo resultaría que, si optamos por negar a los saldos T2 deudores la naturaleza de crédito —y, coincidentemente, rechazar que generen BM—, según algunos han sugerido<sup>81</sup>, exista el ya mencionado devengo de intereses para limitar el *señoreaje*. Escapa a la comprensión cómo un no-crédito o, si se quiere —para elevarnos en la escala del retruécano—, un crédito no exigible puede devengar intereses.

La importancia de todo esto se percibe al analizar el impacto que el funcionamiento de los saldos T2 ha tenido en la EZ en momentos de particular tensión, que nos permite percibir el sentido redistributivo de las medidas de política monetaria. Tomo como referencia periodos temporales que resultan fácilmente identificables e intento limitarme o a lo más indispensable para nosotros<sup>82</sup>.

Ya se ha anticipado que, desde la puesta en circulación del euro y hasta 2007, los saldos T2 pasaron desapercibidos por la irrelevancia de su cuantía, de ahí que la denominemos *Fase 0*. Esta irrelevancia obedecía a una razón fundamental sobre la que luego volveremos: los canales de compensación y flujos de pagos mayoritariamente empleados en la EZ eran, hasta esa fecha, los existentes ordinariamente entre los bancos comerciales, pero la Crisis Financiera Global supuso el colapso de esa red, ya que se instaló la desconfianza entre las entidades de crédito, que dejaron de prestarse unas a otras para sus operaciones ordinarias. Por eso, el conducto interbancario del Eurosistema, los saldos T2, se erigió en la alternativa, primero para afrontar la emergencia y,

---

<sup>80</sup> No hay, como decimos, previsión expresa al respecto en los Estatutos SEBC/BCE, por lo que solo nos cabe echar mano de la cláusula del art. 12.1: «El Consejo de Gobierno formulará la política monetaria de la Comunidad, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas en el SEBC, y establecerá las orientaciones necesarias para su cumplimiento».

<sup>81</sup> Hemos de resignarnos a un apretado extracto de las propuestas de los defensores del carácter no crediticio de los saldos T2 deudores. En concreto, conocemos la de M. SANDBU, que sostiene que los saldos T2 son meramente «nocionales» y que, al fin y a la postre, se encuentran en una especie de limbo contable —literalmente, «death by accounting»—, lo cual le lleva a negarles también la consideración de dinero, en el sentido de BM (cfr. *Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt*, Princeton University Press, Princeton 2015, pp. 118-122). Digna de mención es también la postura de F. PURIFICATO y C. ASTARITA, que asignan a la supuesta condición crediticia de los T2 y su exigibilidad el carácter de «ejercicio meramente teórico», «aunque interesante», pero que solo consigue alimentar de manera innecesaria la preocupación, por lo que habría que limitarse a considerar que el sistema T2 cumple la misión de registrar de manera transparente y balanceada los flujos de pagos en la EZ, sin mayor relevancia (cfr. «TARGET2 Imbalances and the ECB as Lender of Last Resort», *International Journal of Financial Studies*, Vol. 3 (2015), pp. 501-503, disponible en: doi:10.3390/ijfs3040482; este trabajo es una versión actualizada de un artículo anterior con el mismo título, publicado en *MPRA Paper* No. 51124 (2013), 20 pp., Munich Personal RePEc Archive, disponible en: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/51124/>). Con el mismo orden de argumentos, PURIFICATO, junto con C. PANICO, ofrece un análisis de los T2 en el contexto de la crisis de deuda pública de la EZ de 2010-12 en «The Debt Crisis and the European Central Bank's Role of Lender of Last Resort», *Working Paper* No. 306 (2013), 11 pp., Political Economy Research Institute (University of Massachusetts at Amherst), disponible en: [https://per.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers...rs\\_301-350/WP306.pdf](https://per.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers...rs_301-350/WP306.pdf). La negación de la condición de dinero (oferta monetaria) a los saldos T2, por incremento de la BM por el crecimiento de las reservas de los bancos comerciales en sus BCNs, queda contradicha por el propio BCE y por la metodología de los Bancos Centrales en general, que incluye dichas reservas, junto con el dinero efectivo, dentro del agregado monetario denominado M0: véanse las explicaciones en la web del Banco de España: <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/preguntas-frecuentes/definicion-funciones-del-dinero/que-son-agregados-monetarios.html>.

<sup>82</sup> Véase el Anexo I, donde se recoge el diagrama que he empleado como referencia para la identificación de las *Fases* que describo a continuación, que es el elaborado por H.W. SINN.

posteriormente, como mecanismo de uso ordinario. A partir de aquí, se distinguirían nítidamente, con sus correspondientes inflexiones cuantitativas, las siguientes *Fases*:

*Fase 1: verano 2007-verano 2012.* La Crisis Financiera Global provocó, entre otras cosas, un incremento exponencial de los déficits comerciales de las balanzas de pagos de los países periféricos de la EZ. Correlativamente, hubo ingentes movimientos de fondos desde dichos países —sobre todo Grecia y Chipre, aunque no exclusivamente— a los centrales y del norte, a modo de búsqueda de refugio. Tanto lo uno como lo otro solo fue posible a través de la creación de dinero (BM) por los créditos por descubierto de los BCNs habilitados por T2. A su vez, esto necesitó el incremento de las reservas de los bancos comerciales en sus respectivos BCNs, que se llevó a cabo mediante el lanzamiento de los así llamados LTROs (Longer Term Refinancing Operations)<sup>83</sup> —consistentes en préstamos a largo plazo de los bancos por sus BCNs, mediante *repos*— y la compra de activos, sobre todo deuda pública (el célebre QE, Quantitative Easing). Recordemos, como queda explicado en el epígrafe 2.3.b., que ambas operaciones, LTROs y QE, se llevan a cabo a través de las citadas cuentas de reservas. El hito final de esta Fase 1 viene identificado por las declaraciones de Mario Draghi el 26 de julio de 2012: «Whatever it takes». Al terminar este periodo, los saldos T2 positivos de los países acreedores del centro-norte de la EZ, correspondientes a los negativos de los deudores de los países periféricos, alcanzaron la escalofriante cifra de 1 billón de euros<sup>84</sup>.

*Fase 2: verano 2012-verano 2014.* La llegada de una cierta calma a los mercados de deuda pública tras las declaraciones de Draghi, con la correlativa atenuación de las primas de riesgo de la deuda soberana, supuso un descenso de la cuantía de las posiciones acreedoras y deudoras —siempre simétricas en el conjunto de la EZ, recordemos—, aunque se mantuvieron en niveles significativos, concretamente, en el verano de 2014, su nivel más bajo, los T2 se situaron muy poco por debajo de los 0,5 billones de euros<sup>85</sup>. Continuaron, aunque atenuados, los desequilibrios en las balanzas de pagos de los países periféricos y las salidas de fondos desde estos a los países del centro-norte, con los correspondientes incrementos de reservas de los bancos comerciales en los BCNs mediante los LTROs y la compra de activos por estos —incluido el propio BCE— a aquellos. Recordemos que, durante este periodo, no solo estaba vigente el Programa de compra de activos del Eurosistema denominado OMT (Outright Monetary Transactions), sino también la participación del BCE en la compra de deuda pública a los bancos comerciales de los países de la UE, derivada del European Stability Mechanism (ESM), establecido en enero de 2011 como Fondo para el rescate de buena parte del sector bancario europeo. A partir de este hito, rebrotó la crisis de deuda soberana.

---

<sup>83</sup> El lanzamiento de los LTROs obedecía, como bien apuntan C. PANICO y F. PURIFICATO (cfr. «The Debt Crisis and the European Central Bank's Role of Lender of Last Resort», cit., pp. 4-5), al ya indicado cierre del mercado privado interbancario, que colapsó aún más a raíz del acuerdo por el Consejo Europeo, el 21 de julio de 2011, del denominado Private Sector Involvement (PSI), consistente en imponer a los bancos comerciales tenedores de deuda pública griega una quita sobre el nominal de un 53,5%. La cuantía de este primer programa de LTROs se aproximó al billón de euros, con préstamos a 3 años y a un 1% de interés anual.

<sup>84</sup> Tomo el dato de SINN, *The economics of Target Balances. From Lehman to Corona*, cit., p. 30. Según explicamos algo más adelante, los saldos T2 y sus cuantías no fueron objeto de publicación por el BCE hasta 2016.

<sup>85</sup> Cfr. SINN, op. cit., loc. cit., con la misma observación hecha en la nota al pie anterior a esta.

*Fase 3: verano 2014-marzo 2020.* La nueva fase de la crisis de deuda soberana de la EZ hizo que los T2 regresasen a la zona de las cuantías alcanzadas en la *Fase 1*, hasta llegar, en diciembre de 2018, a los 0,9 billones de euros, con un ligero descenso al entorno de los 0,8 hacia finales de 2019 y principios de 2020<sup>86</sup>, o sea, la antesala de la pandemia. La puesta en marcha de los Programas de QE por el Eurosistema, con cuantías aún más exorbitantes, y la correspondiente salida de capitales desde los países periféricos al refugio de los del centro-norte emplearon como vehículo, de nuevo, los saldos T2. El rasgo peculiar de esta *Fase 3* consistió en que los bancos comerciales de la periferia de la EZ fueron progresivamente sustituidos en la tenencia de la deuda pública de sus Estados por los BCNs respectivos y, en menor proporción, por el propio BCE: los acreedores privados fueron reemplazados por acreedores públicos<sup>87</sup>. Asimismo, la adecuada combinación de los LTROs y de la compra de activos (QE)<sup>88</sup> inundó de liquidez a los bancos comerciales que, siempre que podían, prefirieron adquirir activos financieros emitidos desde los países del centro-norte, más seguros y, por tanto, con menores descuentos en las operaciones de colateralización. El libre crédito por descubierto en el Eurosistema, esencia de los T2, hacía que los bancos comerciales de la periferia adquiriesen activos de los países del centro-norte mediante la reducción de sus reservas en sus BCNs que, a su vez, giraban la orden de pago a través del BCE, que reducía en la correspondiente cuantía las reservas del BCN e incrementaba las del BCN del país originador que, a su vez, incrementaba las del banco comercial vendedor por el mismo importe.

*Fase 4: marzo 2020-verano 2024.* La emergencia del covid-19 exacerbó aún más los dos factores protagonistas en la EZ, es decir, la compra de activos<sup>89</sup> y el flujo de capitales desde los países periféricos a los del centro-norte. Correlativamente, los saldos T2 han experimentado un aumento significativo y han superado todos los registros de las *Fases* anteriores, con pocas oscilaciones, entre los casi 2 billones de euros de finales de 2022 e inicios de 2023 y la cifra de algo más de 1,5 billones en mayo de 2024<sup>90</sup>. No debe soslayarse la cuantía creciente de los saldos T2 negativos del propio BCE, que se sitúan, a fecha de mayo de 2024, en los 0,37 billones de euros, a poca distancia de los dos países de acrisolado liderazgo, España (0,44 billones) e Italia (0,43 billones), que responde, sin duda, a la creciente participación del BCE en la compra de activos a raíz de la pandemia a través del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)<sup>91</sup>.

---

<sup>86</sup> La información la proporciona, sobre la base de los datos publicados por el propio Eurosistema, H.W. SINN en su página web: <https://www.hanswernersinn.de/de/themen/TargetSalden>. Véase el diagrama que recogemos aquí en el Anexo I.

<sup>87</sup> Véanse las explicaciones y datos que ofrece H.W. SINN, op. cit., pp. 53-54.

<sup>88</sup> En este caso y para esta *Fase 3*, la línea de compra de activos más voluminosa y relevante ha sido el PSPP (Public Sector Purchase Programme), que casi alcanzó los 40.000 millones de euros en marzo de 2020.

<sup>89</sup> El volumen total de activos en cartera del Eurosistema alcanzaba en mayo de 2024, según cifras provisionales del BCE, una cuantía ligeramente inferior a los 5,8 billones de euros; véase la información disponible en <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>.

<sup>90</sup> También aquí me remito a la base de datos de la web monográfica de Sinn: <https://www.hanswernersinn.de/de/themen/TargetSalden>.

<sup>91</sup> Según datos oficiales, el Eurosistema mantenía una posición neta de compras en el PEPP de 1,71 billones de euros a fecha mayo de 2024 (cfr. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>), sin que,

Dejo para un próximo apartado la explicación de los efectos más destacables de este decurso, pero no me resisto ahora a apuntar dos.

El primero de ellos sería el ya señalado reemplazo de las relaciones interbancarias de asistencia entre bancos comerciales por el circuito T2 del Eurosistema. Esto podría tener sentido en situaciones de emergencia como la Crisis Financiera Global o la pandemia, pero no es difícil percatarse de que se trata de un reemplazo que tiene todos los visos de perpetuarse. En consecuencia, los BCNs no serían ya unos proveedores de liquidez de último recurso, supletorios del mercado interbancario, sino de *único* e inmediato recurso. Esto es coherente con el actual escenario de drástica reducción del número de operadores bancarios, la consiguiente restricción de la competencia en el sector y la alarmante mengua de interconexión del negocio bancario con la economía real, tanto para la captación de depósitos por los bancos como para la dación de crédito a los factores productivos. La hipertrofia de los T2 supone la atrofia de la intermediación crediticia. La eliminación de los riesgos de gestión de liquidez, así como de los costes que lleva necesariamente asociados comporta la desaparición de los incentivos para el tratamiento de dichos riesgos, que han definido y dado consistencia al sistema bancario en su conjunto históricamente, con la consiguiente pérdida de masa crítica.

El segundo, el peligro de una verdadera burbuja en el valor de mercado de los activos, tanto de deuda pública como de cualesquiera otros que sean objeto de los Programas de compra del Eurosistema, dirigidos a contener las retribuciones exigidas por los mercados a las emisiones. En la medida en que los Programas de compra se afrontan, como hemos visto, con la simple creación de dinero (BM) por el Eurosistema a través del crecimiento de los saldos T2, no hay criterio alguno de mercado que discipline las decisiones que se adoptan. Esto genera una verdadera *adicción* al endeudamiento, principalmente por parte de los más entusiastas y principales deudores, los Estados.

Como volveremos sobre ambos, vayamos ya con el análisis del funcionamiento de los T2 desde la perspectiva que nos proporciona la estructura piramidal del Eurosistema.

---

al menos hasta donde nuestro conocimiento alcanza, se hayan hecho públicas de manera desagregada las cuantías suscritas por el BCE.

### 3.2. Jerarquía de niveles contables: el mecanismo de la *novación*

Advertía al principio que, cuando el importe del crédito en relación con la capacidad de pago del deudor lo convierte en impagable y, a renglón seguido, en impagado, se hace patente quién domina a quién, si el acreedor al deudor, o viceversa. Esta situación es, además de origen de incomodidades, inevitable, ya que el problema principal del dinero, del crédito y de la banca es exactamente este. La misión principal de los saldos T2 consiste en el tratamiento de unos créditos interbancarios que no van a ser pagados. Un crédito impagado genera pérdidas en el acreedor por el mismo importe, total o parcial, del impago. Pero, antes de que el impago se consume, por aplicación del principio contable de prudencia, el acreedor debe registrar tales pérdidas en su contabilidad en el momento en que se conoce la posibilidad del impago. El mecanismo contable de las provisiones instrumenta este reconocimiento del deterioro de sus activos por parte del acreedor. Pero, en el Eurosistema, los T2 dispensan a los saldos deudores y acreedores un tratamiento bien distinto, al que se ha dado el nombre de *novación*, una denominación más que desconcertante para los juristas, aunque tal vez no lo sea tanto, según veremos. Sin demasiado exceso verbal, esto podría calificarse de triquiñuela, pero ya sabemos que la naturaleza representativa del dinero demanda esta clase de artefactos, es decir, de ficciones. Comenzó a ser aplicada de manera efectiva en noviembre de 2000<sup>92</sup> —o sea, una vez que ya había entrado en vigor la Unión Monetaria— y se encuentra regulada por el art. 6 de la Orientación del BCE —la denominada *TARGET2 Guideline*— ECB/2012/27, de 5 de diciembre de 2012 (DOUE del 30 de enero de 2013), que constituye hoy día una suerte de texto consolidado de los T2.

Previo un largo periodo de estudios y análisis en diferentes instancias, se terminó por definir la *novación* al modo de una pirámide jerárquica de contabilidades, que consta de tres niveles<sup>93</sup>. De abajo arriba, el más ancho y con más numerosos componentes es el de los bancos comerciales; el intermedio está integrado por los BCNs; por último, el superior tiene carácter estrictamente solipsista, al estar ocupado en exclusiva por el BCE. Aunque se prevén operaciones horizontales, bilaterales o multilaterales, entre los BCNs<sup>94</sup>, T2 introduce un flujo vertical, en sentido ascendente o descendente: cada banco comercial con su BCN, cada BCN con el BCE. De hecho, este flujo vertical está destinado a complementar, cuando no a reemplazar, el flujo horizontal entre bancos comerciales —también puede existir tal horizontalidad entre los BCNs—, conocido como *mercado interbancario*, consistente en la asistencia de liquidez que se prestan entre sí las entidades de crédito.

Esto no tendría que ser así pues, al margen del *mercado interbancario*, los bancos comerciales de la EZ podrían tener una relación directa con el BCE para el depósito de sus reservas y la dación

---

<sup>92</sup> Hasta donde nuestro conocimiento alcanza, la única noticia de este dato consiste en la mención hecha en el Informe de la Banca d'Italia titulado *Ordinary General Meeting of Shareholders. Held in Rome on 31 May 2001*, p. 266, que fue redactado, como su propio título indica, para la Junta General de accionistas de dicho Banco.

<sup>93</sup> Pese a su interés y utilidad, no es posible que nos ocupemos aquí de la exposición de esos antecedentes; me limito a aconsejar las referencias que se encontrarán en el formidable trabajo de MURAU y GIORDANO, «European Monetary Unification through Novation: The Political Economy of the TARGET System», cit. pp. 2-4, también publicado con el título «Forging monetary unification through novation: the TARGET system and the politics of central banking in Europe», cit., pp. 5-6. En materia de *novación*, sigo a estos autores y a su excelente estudio.

<sup>94</sup> Así, el art. 5 de la TARGET2 Guideline previene que «Las operaciones intra-SEBC se procesarán vía TARGET2, a excepción de los pagos que los bancos centrales acuerden de forma bilateral o multilateral procesar mediante cuentas de corresponsalía, cuando proceda».

de liquidez sin mediación alguna de los BCNs. Se trata, por tanto, de una mecánica deliberadamente dirigida a finalidad que a continuación explicamos y ligada a la creación de dinero-base en la EZ. Esta perspectiva contable es la única que permite entender la estructura de los T2 ya que, sea cual sea la transacción a la que el pago corresponda, la relación jurídica en cuanto tal no se da entre quienes forman esa pirámide, sino entre el transmitente y el adquirente. Lisa y llanamente, la imposición de tal circuito jerárquico de pagos transfronterizos va dirigida a apalancar la irreversibilidad del euro, ya que procura la creación de unos saldos deudores de tal cuantía que ni pueden ser satisfechos por los deudores ni exigidos por los acreedores, por lo que la única solución, frente a la alternativa catastrófica del colapso del euro derivado del reconocimiento de semejantes pérdidas por los acreedores, consiste en la creación de un registro contable superior a todos que recoja simétricamente las posiciones deudoras y acreedoras. Si me permiten una versión del todo estilizada del brillante análisis de W. SCHELKLE, no hay otra forma de entenderlo que en términos de estricta facticidad: la manera que afianzar la Unión Monetaria ha sido a través de la creación de un riesgo de impago de una dimensión tal que, al no poder ser gestionado bilateralmente —su previsión y tratamiento por el acreedor mediante el reconocimiento pérdidas por impago que antes apuntábamos—, es objeto de distribución por mutualización<sup>95</sup>. Podríamos considerarlo poco elegante, pero en absoluto es un recurso inédito, como lúcidamente argumentó VILLAR PALASÍ<sup>96</sup>.

Pese a su aparente opacidad, esta *novación* está expresada crudamente por el citado art. 6 de la Orientación ECB/2012/27:

- «1. Toda liquidación de pagos entre participantes de distintos sistemas integrantes de TARGET2 generará automáticamente una obligación intra-Eurosistema del banco central del Eurosistema del pagador frente al banco central del Eurosistema del beneficiario.
2. Toda obligación intra-Eurosistema que surja en virtud de lo dispuesto en el apartado 1 será agregada automáticamente y formará parte de una única obligación respecto de cada banco central del Eurosistema. Cada vez que se liquide un pago entre participantes de distintos sistemas integrantes de TARGET2, la obligación única del banco central del Eurosistema correspondiente se ajustará consecuentemente. Al final de cada día hábil, esa obligación única será sometida a un proceso de compensación multilateral del que se derivará una obligación o crédito de cada BCN de la zona del euro frente al BCE, según se haga constar en un acuerdo entre los bancos centrales del Eurosistema.
3. Cada BCN de la zona del euro mantendrá una cuenta para registrar su obligación o crédito frente al BCE resultante de la liquidación de pagos entre los sistemas integrantes de TARGET2.
4. El BCE abrirá en sus libros una cuenta para cada BCN de la zona del euro, que reflejará al final del día la obligación o crédito de dicho BCN participante frente al BCE».

Destaquemos los rasgos más relevantes de estas previsiones: *a)* la liquidación de las posiciones resultantes de las operaciones entre los BCNs se realiza diariamente; *b)* los T2 coordinan el funcionamiento de los sistemas de liquidación de los diferentes BCNs, que subsisten, pero integrados sistémicamente; *c)* la *novación* consiste en que los saldos diarios de liquidación son

---

<sup>95</sup> Cfr. *The Political Economy of Monetary Solidarity. Understanding the Euro Experiment*, Oxford University Press, Oxford-Nueva York 2017, 388 pp. El enfoque que Schelkle proporciona al entendimiento de la Unión Monetaria Europea desde la perspectiva de las elaboraciones teóricas sobre la *acción colectiva* me parece particularmente luminosa; la simple lectura de las 12 páginas de la Introducción del libro es suficiente para comprobarlo.

<sup>96</sup> Puede verse un resumen de las aportaciones de VILLAR sobre esto en RUIZ OJEDA, «Acción colectiva, regresividad fiscal y redistribución regulatoria en la obra de José Luis Villar Palasí», cit., pp. 29-32.

elevados al nivel contable superior del balance del BCE, de modo que será el Eurosistema en su conjunto, y no los BCNs con saldos positivos en sus operaciones, el que tendrá la condición de acreedor de los BCNs con saldos negativos. El BCE se convierte, pues, en la *contrapartida central* de todos y cada uno los BCNs del Eurosistema entre los que, en virtud de los T2, no hay ya ni posiciones deudoras ni acreedoras.

La imposibilidad de extendernos en una explicación minuciosa de tan peculiar *novación* por vía de mutualización —«tu deuda es tuya, pero mi crédito pasa a ser de todos» y esto, en el Eurosistema, equivale a decir que deviene inexigible— hemos de limitarnos a señalar que sus antecedentes se remontan a las primeras experiencias previas a la Moneda Única que, como recordaremos, no es sino la forma última y extrema de un sistema fijo o *estrecho* de tipos de cambio entre monedas nacionales. Como señalan MURAU y GIORDANO<sup>97</sup>, los Bancos Centrales de los entonces países miembros de la CEE establecieron en 1973 el denominado Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECM, European Monetary Cooperation Fund-EMCF), que no es sino una versión embrionaria de la *novación* por elevación al balance del BCE instaurado por el régimen de los saldos T2 y que vino a dar cumplimiento a la propuesta del *Plan Werner* (1971), consistente en crear un Fondo Europeo de Reserva (European Reserve Fund-ERF) que contendría una facilidad de crédito intradía, en el muy corto plazo (Very Short-Term Financing Facility-VSTFF). A través de dicho mecanismo —que tuvo una aplicación muy limitada— se pretendía, por una parte, apoyar a los Bancos Centrales en situación de déficit coyuntural de reservas extranjeras por desequilibrios en sus balanzas de pagos y la consiguiente dificultad para respaldar sus divisas y mantener los tipos de cambio; por otra, permitir que los Bancos Centrales con abundancia de reservas obtuvieran una retribución de sus excedentes, a cambio de los cuales adquirirían un crédito contra el FECM nominado en ECUs. En esencia, se trataba de reemplazar a los mercados monetarios, que exigían unas retribuciones altas cuando atisbaban la carencia de reservas en cualquier Banco Central, lo cual impedía el mantenimiento real de los tipos oficiales de cambio vigentes en el seno del SME. A la vista de estos antecedentes, los T2 no hacen sino automatizar resortes cuyo funcionamiento, en los prolegómenos de la Unión Monetaria, estaba condicionado por decisiones específicas adoptadas en sede de las monedas nacionales por cada uno de los BCNs, así como de dar al euro un sustento fiduciario propio, que no puede estar residenciado en la capacidad fiscal de una instancia soberana única, sino en la confianza en un crédito mutualizado que, por su no exigibilidad, sirve para la absorción de *shocks* y para mitigar las asimetrías productivas de los países miembros<sup>98</sup>.

Según hemos adelantado, desde el punto de vista contable, la *novación* carece por completo de sentido porque no refleja la realidad de las transacciones, que son siempre estrictamente bilaterales a lo largo de toda la cadena de relaciones. Entre otras cosas, se desconoce por completo —luego tratamos de otras carencias informativas del sistema— el modo en que el BCE incorpora a sus cuentas los saldos T2 de los BCNs, acreedores y deudores —puede y debe hacerlo con sus propios saldos, sin duda—, liquidados diariamente pero, sea como fuere, la maniobra de *colectivización* de las posiciones acreedoras de los BCNs es palmaria. A mi parecer, estamos ante un *ilogismo* que solo se descerraja desde una lógica distinta, que es la *lógica de la acción colectiva*,

---

<sup>97</sup> Cfr. «European Monetary Unification through Novation: The Political Economy of the TARGET System», cit. pp. 10-11, y «Forging monetary unification through novation: the TARGET system and the politics of central banking in Europe», cit., pp. 16-18.

<sup>98</sup> En este mismo sentido, Cfr. SCHELKLE, *The Political Economy of Monetary Solidarity. Understanding the Euro Experiment*, cit., p. 14.

es decir, de la redistribución. Y, justamente por eso, hemos de abordar el problema de los límites a la redistribución, como vamos a hacer a continuación.

Hemos visto que el euro fue concebido, fundamentalmente y entre otros motivos, para resolver las dificultades que las fluctuaciones de los tipos de cambio entre divisas provocan a los países con relaciones comerciales intensas y frecuentes, como es el caso de todos los actuales miembros de la EZ. Las dificultades afectan simultáneamente a todos, tengan balanzas de pagos deficitarias o excedentarias. Según esto, la solución arbitrada por los saldos T2 estaría en la línea de la más pura continuidad. Además, sería coherente con la inercia provocada por la previa existencia de monedas nacionales y de sus BCNs respectivos, dispensaría un *espacio* flexible y adaptativo a las disparidades económicas de los Estados miembros, al tiempo que ofrecería un contrapeso imaginativo al papel predominante del dólar estadounidense en el contexto global. Pero, para poder ejercer de contrapeso, es preciso tener peso propio y eso, en términos económicos, significa una productividad a la altura de aquel ante quien se pretende ejercer de tal. Aquí es donde, como sugieren MURAU y GIORDANO, la inventiva de la *fontanería financiera*<sup>99</sup> muestra sus limitaciones. Este último orden de implicaciones nos ocupará en el siguiente apartado.

### 3.3. Periféricos *versus* centrales: problemas de la mutualización, límites a la redistribución y gestión de incentivos

#### a. Paradojas y exigencias de la Moneda Común desde la óptica de la acción colectiva

Ya he mencionado la importancia de las sensibilidades, las actitudes y los factores culturales, personales y grupales, a la hora de valorar la arquitectura de la Unión Monetaria y sus componentes. En ese contexto, contemplar los hechos con cierta objetividad no es fácil. Para intentarlo, es menester reconocer que la instauración de un AMC, en cualquiera de sus formas, implica la redistribución de recursos; cuando la AMC consiste en una moneda común, la gradiente redistributiva llega a su punto álgido, ya que el dinero es una institución grupal, más exactamente de acción colectiva<sup>100</sup>. Pero esto no quiere decir en modo alguno que haya un prospecto único o cerrado de instrumentos de redistribución ni que deba alcanzar unos niveles prefijados. La primera cuestión fáctica que hay que aclarar, respecto de los saldos T2, es que, por mucho que sea una solución coherente, no es ni necesaria ni la única posible.

T2, como sistema de pagos interno en el Eurosistema, instrumenta la gestión transfronteriza de la liquidez o, dicho de otra forma, del libre movimiento de capitales que, en el Mercado Único, no tiene fronteras interiores y solo puede estar sujeto a restricciones tasadas y excepcionales. Aplicar intereses de mercado a los flujos que circulan por los T2 no equivale, como postulan algunos, a conculcar las reglas de la libre circulación de capitales en la EZ<sup>101</sup>. La razón es que el dinero, además de un medio de cambio, es un recurso económico como cualquier otro y, por

---

<sup>99</sup> Literalmente, «financial plumbing»: cfr. «European Monetary Unification through Novation: The Political Economy of the TARGET System», cit. p. 28, y «Forging monetary unification through novation: the TARGET system and the politics of central banking in Europe», cit., p. 24.

<sup>100</sup> Me ha resultado muy inspirador en este aspecto el trabajo de A. TORNELL, «Eurozone Architecture and Target2: Risk-sharing and the Common-pool Problem», *Working Paper*, UCLA Department of Economics, junio 2018, 42 pp., disponible en: <https://www.aaron-tornell.com/works-in-progress>.

<sup>101</sup> Por razones de moderación expositiva y de contención en las referencias bibliográficas, me remito a los argumentos y contraargumentos recogidos por H.W. SINN en *The Economics of Target Balances ...*, cit., p. 20.

tanto, está sujeto al mecanismo de los precios. Sostener que el sometimiento de la adquisición de manzanas al pago de su precio según mercado —sea este el que sea y en lugar de obtenerlas gratuitamente— supone la imposición indebida de una restricción al sector frutícola es un auténtico disparate. Hemos partido de la base de que los T2 están concebidos, precisamente, para liberar a la liquidez interna proporcionada por el Eurosistema de la disciplina de precios de mercado que, en un contexto de pluralidad de monedas nacionales, venía establecido por los tipos de cambio entre divisas y, en el de la Moneda Única, por el mercado monetario del euro, que se llama así por ser el mercado de dinero en la EZ. En ese mercado monetario, quien quiere liquidez o disponibilidad inmediata de efectivo, tiene que pagar por conseguirla y eso se llama interés o precio del dinero. Esto en modo alguno implica que un euro tenga valores distintos cuando no se exige el mismo tipo de interés para obtener liquidez por demandantes diferentes. La operación de dación de liquidez no difiere de cualquier otro crédito u operación financiera más que en su término o duración —que aquí es el corto plazo—, ya que el precio —el tipo de interés— dependerá no solo de la oferta y de la demanda —al igual que las manzanas— sino, especialmente, de la solvencia del deudor que busca liquidez y, dentro de ella, de las garantías o colaterales que ofrezca. Llamar a esto control de capitales merece la misma calificación de disparate que lo dicho respecto de las manzanas.

Hemos visto que los saldos T2 proporcionan a los BCNs una liquidez automática, ilimitada y casi gratuita —o sea, con un tipo de interés de no-mercado— y que, además, la dación de liquidez se hace mediante el incremento de la masa monetaria, en concreto, del componente que denominamos BM o *dinero de alta potencia*. En definitiva, la oferta monetaria de euros se ve incrementada, es decir, los T2 sirven para crear dinero, como siempre, mediante el otorgamiento de crédito. Al tratarse de un interés inferior al del mercado monetario, hay un claro contraincentivo al control de la oferta monetaria. Y como la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno exclusivamente monetario, causado por un exceso de oferta de dinero sobre la demanda, que solo puede ser provocado por la acción de quien tiene el monopolio de emisión<sup>102</sup> —en la EZ, el Eurosistema— habría que concluir que los T2, tal y como están concebidos, son un agente inflacionario, justamente por la falta de incentivos para el control del *señoreaje*. Es aquí donde cobra validez el argumento de la disparidad de valores de las unidades monetarias de euro; la razón es que los saldos T2 han hecho, como se ha mostrado en las *Fases* que hemos descrito en el anterior apartado 3.1, que el exceso de liquidez provocado por la creación de BM fluya principalmente a los países del centro-norte de la EZ, donde se la sobreoferta de dinero es más acusada y, por tanto, donde, en ausencia de otros factores determinantes, la inflación sería mayor. Que la inflación sea mayor, por ejemplo, en La Haya que en Verona no consiste en que el kilo del mismo tipo manzanas tenga un mayor precio en una ciudad u otra, ya que eso es una simple variación de precios relativos, sino en que la capacidad adquisitiva de un euro disminuye más en La Haya que en Verona, lo cual es un incremento en el nivel general de precios, que es el efecto propio de la inflación. Para seguir con la simplificación y con las manzanas, la inflación sería más alta en La Haya que en Verona si, el día 1 de enero, el precio del kilo estaba en 2 euros y el 1 de febrero en 2,50 euros (0,25% de inflación), mientras que, en Verona, el precio era, en las dos mismas referencias temporales, de 1 euro y 1,10 euros (0,10% de inflación), respectivamente.

---

<sup>102</sup> En efecto, la idea refleja la celebre frase de M. FRIEDMAN: «Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon» («The Counter-Revolution in Monetary Theory», *IEA Occasional Paper*, No. 33 (1970), p. 11, disponible en [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214480/full](https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214480/full)).

En suma, la creación de dinero mediante el recurso a la liquidez de los saldos T2 y con un tipo de interés intervenido a la baja provoca una redistribución de rentas entre los países de la EZ y entre sus ciudadanos. Este efecto es deliberado y constituye la finalidad principal del sistema de pagos del Eurosistema. Redistribuye renta tanto porque reduce el precio de la obtención de liquidez como porque —lo planteamos aquí a modo de hipótesis<sup>103</sup>—, generaría inflación y la concentraría en los países que, al mismo tiempo, tienen una posición acreedora en T2 y reciben en mayor cuantía el dinero sobre-emitido<sup>104</sup>.

Hay una derivación crucial sobre cuya importancia no puedo dejar de incidir ahora. Esa función redistributiva, que no tendría que existir en un mecanismo de pagos en cuanto tal, define constitutivamente los saldos T2 y les otorga una trascendencia formidable. Al ser el euro una moneda fiduciaria sin contraparte fiscal, el único soporte posible de la confianza es el crédito otorgado por la totalidad del Eurosistema a los BCNs o, si se quiere, por los Estados excedentarios a los deficitarios que es exactamente, según hemos visto, la esencia de la piraeta contable de la *novación*. Ya hemos creado, con posterioridad a la entrada en vigor del euro según se ha explicado, el célebre y largamente anhelado *activo común libre de riesgo* de la EZ, pero no está sustentado por una capacidad fiscal única y centralizada, sino por la capacidad fiscal —y, por tanto, productiva— de algunos de los países miembros, dispuestos a continuar con el cumplimiento de su papel mientras lo consideren beneficioso para ellos mismos y no se esfume la esperanza de la reducción de sus saldos T2 acreedores con el eventual incremento de la productividad en los países deudores, única manera de redimir estos peculiares créditos inexigibles. Nos enfrentamos a un desafiante sortilegio o, tal vez, un rebrote keynesiano —recuerda la propuesta ya descrita del *Plan Keynes* de *elevación* de los saldos de las balanzas de pagos nacionales al ICU—: ¿hay mejor manera de eliminar el riesgo de insolvencia de un activo que mediante la declaración de que no tiene que ser pagado? En definitiva, el respaldo del euro es la confianza en el buen fin del proyecto común europeo en cuanto tal, en una convergencia real de los países que lo integran o, al menos, en una tendencia creíble hacia ella<sup>105</sup>.

La singularidad del euro no es su carácter fiduciario, sino la original estructura representativa que le sirve de sustento. En el mundo clásico, el teatro era una representación cívica en la que la participación de los miembros de la *polis* era obligatoria; en concreto, el género de la tragedia cumplía la misión cohesiva de provocar la catarsis (*κάθαρσις*), dirigida a refrenar dos pasiones, el

---

<sup>103</sup> Como puede comprobarse en el Anexo II de este artículo, los datos de inflación no reflejan, al menos todavía y para los años 2022 y 2023, disparidades significativas en los niveles de inflación de Alemania, por un lado, y, por otro, de España e Italia. El incremento de la BM, como agregado monetario, no genera inflación ni de manera automática ni inmediata, por lo que sería preciso esperar entre 4 y 5 años, hasta 2027-28, para corroborar o no la disparidad entre la inflación de los países del centro-norte de la EZ y los de la periferia.

<sup>104</sup> Aunque ceñido a los primeros años de la crisis de deuda soberana en la EZ (2010-12), el estudio de J. ABAD, A. LÖFFLER, G. SCHNABL y H. ZERMANEK, «Fiscal Divergence, Current Account Divergence, and TARGET2 Imbalances in the EMU», *Intereconomics. Review of European Economic Policy*, Vol. 48-1, 2013, pp. 51-58, contiene una explicación detallada y asequible de estas causas y efectos que, como vemos, tienen una continuidad temporal evidente en la EZ.

<sup>105</sup> Resumo aquí la brillante argumentación de H.W. SINN sobre los pros y contras de los T2: cfr. op. cit., pp. 118-122.

miedo y la compasión, sobre todo frente al enemigo exterior<sup>106</sup>. Como europeos, seguimos con nuestra tradición de terapia representativa, por lo que no habría que descartar que los T2 del Eurosistema cumplieran la función de escenificar, por una parte, el miedo a la quiebra de la Moneda Única o a la salida de sus Estados miembros —esta última carente de previsión en los Tratados— por los menoscabos que provocaría, tanto a los países con posición acreedora —que perderían cantidades ingentes súbitamente—, como con posición deudora —cuyas nuevas monedas nacionales partirían de una posición de devaluación extrema—; por otra, el deseo de preservar, frente a las dos grandes potencias mundiales, EEUU y China, lo que sea posible de la prosperidad e influencia europeas.

La profusa dialéctica del enfrentamiento en la EZ entre países periféricos y del centro-norte, de la que no podemos dar cuenta aquí siquiera en extracto es, a mi entender, una dinámica polar constructiva que no está llamada a terminar mediante la extinción de ambos o de uno de los extremos. Para cerrar este epígrafe, menciono con brevedad algunos episodios y actuaciones en el seno del Eurosistema que podrían ayudarnos en el discernimiento sobre si alientan constructivamente dicha dinámica o, por el contrario, la neutralizan. Así trataremos sobre los incentivos.

*b. Maniobras orquestales en la oscuridad: efectos y contra-efectos, incentivos y contraincentivos de algunas medidas de política monetaria en la Eurozona*

El BCE ha insistido reiteradamente en que el objetivo principal de su política monetaria no es otro que la nivelación de los diferenciales de interés en la EZ, que podría ser entendido algo así como la consecución de una especie de tipo de interés único en el corto plazo o, al menos, con unas fluctuaciones contenidas<sup>107</sup>. Detrás de este planteamiento estaría la ya citada entelequia de la igualación del valor unitario del euro en toda la EZ.

El mecanismo estrella de *transmisión* de la política monetaria han sido los ya mentados Programas de compra de activos (QE)<sup>108</sup> por parte de los integrantes del Eurosistema que, según hemos visto, provocaron la sustitución de unos acreedores privados por otros públicos y el traslado del dinero obtenido por aquellos al refugio seguro de los países del centro-norte. Pero, por si este efecto no fuera un *subproducto* suficientemente inoportuno, nos encontramos con que los BCNs, en virtud del Agreement on Net Financial Assets (ANFA), que permaneció fuera del

<sup>106</sup> Entre la abundantísima bibliografía sobre esta materia, siempre me pareció muy sugerente el tratamiento que ofrece la bien conocida obra de J. DOMÍNGUEZ CAPARRÓS, *Teoría de la literatura*, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid 2002, especialmente Capítulo IX («El Teatro»), pp. 135 y ss.

<sup>107</sup> Como es lógico, solo podemos mencionar aquí este aspecto fundamental; me remito a la explicación asequible y rigurosa que ofrecen R. GIMENO NOGUÉS y E. GARCÍA-ESCUADERO en «¿Cómo se transmiten los tipos de interés del BCE al sistema financiero? El nuevo marco operativo del Eurosistema», post en *El Blog del Banco de España*, 27 de junio de 2024, disponible en: <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/como-se-transmiten-los-tipos-de-interes-del-bce-al-sistema-financiero--el-nuevo-marco-operativo-del-eurosistema.html>. Me baso también aquí en el sugerente estudio de K.H. PETERSEN, «The crises and adaptations of the Euro and monetary theory», Comunicación presentada en la AHE Conference on Economics for a Sustainable World, Manchester (UK), 10-12 julio 2017, 23 pp., disponible en: [https://www.academia.edu/38265607/The\\_crisis\\_and\\_adaptations\\_of\\_the\\_Euro\\_and\\_monetary\\_theory\\_pdf](https://www.academia.edu/38265607/The_crisis_and_adaptations_of_the_Euro_and_monetary_theory_pdf).

<sup>108</sup> Un tratamiento más a fondo de este capítulo puede encontrarse en A. RUIZ OJEDA, «Monetización del déficit público y compra de deuda soberana por el BCE/SEBC. (A propósito de la jurisprudencia *Pringle-Gauweiler-Weiss* del TJUE)», *InDret. Revista para el Análisis del Derecho*, 3-2020, pp. 359-405, disponible en: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://indret.com/wp-content/uploads/2020/07/1550.pdf>.

conocimiento público durante más de un decenio<sup>109</sup>, han adquirido deuda pública de sus Estados respectivos en proporciones todavía mayores que las formalmente previstas por el Consejo de Gobierno del BCE que, en general, ha establecido para los Programas la *clave de capital* como límite cuantitativo de las compras para cada BCN. Con esto, los BCNs han dado lugar a una inundación de liquidez todavía mayor en los bancos comerciales, ya que la compra de los títulos se hace con el correlativo incremento de las reservas de dichas entidades en sus BCNs respectivos, incremento que, a su vez, provoca, como hemos explicado, el de la BM y, por consiguiente, el de la oferta monetaria total de la EZ. Esto significa, ni más ni menos, que los BCNs emiten la moneda común mediante la compra a sus bancos comerciales de la deuda pública de sus Estados, es decir que, en lugar de *monetizar* dicha deuda en sus antiguas divisas nacionales, lo hacen en la Moneda Común. Así se materializa la primera parte del mantra *chartalista*, que los Estados pueden endeudarse sin límite porque ostentan el monopolio de emisión de la misma moneda en la que está nominada su deuda. Aunque solo parcialmente, también se haría realidad la segunda parte, es decir, que tal endeudamiento ilimitado no genera inflación; ya que sería una inflación más alta —como propongo a modo de conjetura— en los países de la EZ receptores principales del exceso de oferta monetaria y que, como sabemos, coinciden con los que están menos endeudados y tienen los mayores saldos T2 acreedores.

Para complementar todo ese encadenamiento de efectos, el Eurosistema ha pergeñado, entre otros, dos asombrosos resortes, al que añadiremos un tercero. El primero, la más amplia tolerancia a los BCNs para la determinación de la calidad de los activos que pueden ser admitidos como colateral para las operaciones de dación de liquidez a los bancos comerciales, especialmente en situaciones de emergencia (Emergency Liquidity Assistance-ELA)<sup>110</sup>, donde se ejercita su tradicional misión de prestamista de último recurso por los Bancos Centrales. El segundo de ellos, la igual condición de todos los títulos de deuda pública, sea cual sea el Estado de la EZ que los emita, a efectos de respaldo de operaciones dentro del sistema interbancario como activos sin riesgo y a los que, por tanto, no se aplica descuento o *haircut* alguno<sup>111</sup>. Ambas medidas están expresamente previstas en el ya citado ANFA. En una valoración de conjunto de ambas técnicas, podemos decir que el euro tendría tantas variantes monetarias como BCNs, ya que la calidad de los activos que sirven de garantía y soporte a las operaciones interbancarias de producción de liquidez —o sea, de dinero— es dispar en términos de solvencia real, tanto si se

---

<sup>109</sup> Según relata H.W. SINN (cfr. op. cit., pp. 35-36, con nota a pie de página 12), la existencia de este Acuerdo sobre posiciones netas en activos financieros, suscrito entre los BCNs y el BCE, fue descubierta por D. HOFFMANN, estudiante de doctorado de la Technische Universität de Berlín, que plasmó el descubrimiento en su Tesis, publicada con el título *Die EZB in der Krise: Eine Analyse der wesentlichen Sondermaßnahmen von 2007 bis 2012*, Pro Business Verlag, Berlín 2015, 398 pp. La primera versión del ANFA data de 2003. Conocido el Acuerdo por esta vía, el BCE decidió hacerlo público formalmente el 5 de febrero de 2016 y en sus sucesivas versiones; véase la información y explicaciones oficiales en la web del propio BCE: [https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/anfa\\_qa.en.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.en.html). El Acuerdo en sí mismo está accesible en: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=IMMC:AGR/2022/12191>.

<sup>110</sup> El régimen actual de las líneas de ELA se encuentra en el Agreement on Emergency Liquidity Assistance del Consejo de Gobierno del BCE de fecha 9 de noviembre de 2020, al que se puede acceder mediante el siguiente enlace: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.agreementemergencyliquidityassistance202012-ba7c45c170.en.pdf?dca797da3212289956ac24df607eb168>.

<sup>111</sup> J. WIEDMAN, Presidente del Bundesbank entre 2011 y 2021, ha sido uno de los críticos más activos e incisivos de esta práctica; véase su artículo «Stop encouraging banks to buy Government debt», *Financial Times*, 30 de septiembre de 2013, disponible en: <https://www.ft.com/content/81a505a4-278c-11e3-8feb-00144feab7de>.

trata de activos de deuda pública como privada. Si dicha disparidad no existiera, el Eurosistema no tendría que empeñarse en forzar la nivelación de los diferenciales de tipos de interés mediante los Programas de compra de activos (QE). A su vez —la reiteración de una idea tan importante no es superflua—, tal disparidad es consecuencia de la asimetría en el desempeño económico y fiscal de los respectivos Estados de la EZ. Otra apreciación de conjunto sería que la monetización de la deuda pública de los países miembros es un resultado plena y formalmente admitido por el Eurosistema, que no depende en absoluto de la distinción del art. 123 TFUE entre mercado primario y secundario, ya que se admite una convertibilidad *a la par* de la liquidez generadora de dinero con los títulos que se ofrecen como colateral. Recordemos —tampoco esto es superfluo— que es una deuda pública mutualizada, colectivizada a través de los T2, que son el verdadero *anclaje* o patrón fiduciario del euro.

El tercero de los resortes es el establecimiento por el Consejo de Gobierno del BCE, en septiembre de 2019, del denominado *tiering* que, en una explicación muy estilizada, consiste en ofrecer un tipo de interés más alto cuando los bancos comerciales superaban ciertos umbrales cuantitativos en sus depósitos de reservas en su BCN. Esto iba dirigido a atenuar el castigo que la inundación de liquidez provocó en las entidades de crédito de los países del centro-norte de la EZ, ya que dichas entidades prestaron elevadas cantidades a las de los países periféricos, que tenían unas reservas mucho más bajas, para que las depositaran en sus BCNs y obtener así una mayor retribución, que era transferida casi íntegramente al banco prestatario<sup>112</sup>. Vemos que la obstinación por establecer, en materia de tipos de interés, unas condiciones iguales para toda la EZ se ve sujeta, como cualquier otra, a los imperativos de la *realpolitik*, además de a sus propias contradicciones.

Pero la principal crítica contra el arrogante empeño por eliminar los diferenciales de interés en la EZ proviene de la teoría económica general. Los diferenciales de tipos de interés, sean cuales sean —pensemos, típicamente, en las emisiones de deuda pública—, actúan como señales que no deben ser anuladas si se pretende el funcionamiento de un verdadero Mercado Único con libre circulación de capitales. Brevemente dicho, las eventuales tensiones provocadas por el incremento de la demanda de liquidez hace que los tipos de interés de mercado se incrementen, lo cual atrae a los inversores dispuestos a satisfacer tal demanda y esto, a su vez, atenúa la crisis de liquidez y, con el incremento de la oferta, el tipo de interés de mercado se reduce. Medidas de política monetaria como el ya explicado *tiering*, dirigido a permitir el juego de los diferenciales de tipos de interés, no solo ha producido el efecto de reducir sensiblemente, aunque de forma solo transitoria, los saldos T2, sino que sirven para corregir los contra-efectos de una medida de no-mercado como el mecanismo de pagos del Eurosistema. El empleo represivo de los Programas de compra de activos (QE), además de fomentar la *adicción* al déficit fiscal de los Estados, impide el funcionamiento de la única referencia de mercado capaz de estimular las reformas

---

<sup>112</sup> Nos referimos a la Decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 8 de septiembre de 2019, accesible en <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.en.html>. La expresión jergal *tiering* podría ser traducida por «excepción» o «diferenciación». Tiene interés la explicación que ofrece H.W. SINN (cfr. op. cit., pp. 83 y 118) de que, al finales de la *Fase 3 (verano 2014-marzo 2020)* que describíamos en el epígrafe 3.1, se produjo una reducción muy significativa de los saldos T2 acreedores, por las transferencias de los bancos comerciales de los países del centro-norte de la EZ a los de los países periféricos, que emplearon, en sentido inverso al flujo original de los excedentes de liquidez, el circuito de pagos del Eurosistema. La irrupción del coronavirus y la declaración de emergencia sanitaria a principios de 2020 provocó de nuevo el incremento de los saldos T2 acreedores por las causas que ya conocemos, la compra de títulos por los BCNs y la nueva salida de capitales de los periféricos a los del centro-norte.

estructurales y la disciplina presupuestaria. Pero la compresión de los diferenciales exagera aún más si cabe el flujo de capitales hacia los países del centro-norte de la EZ ya que, ante rentabilidades similares de deuda emitida por países con fundamentales económicos dispares, los inversores optan por los activos más seguros. Las subidas exponenciales de los T2, en definitiva, son reflejo fiel de una política monetaria que debe ser sometida a revisión íntegramente<sup>113</sup>. El empleo del *tiering*, en suma, no habría pretendido corregir al mercado, sino la intervención orquestada por la política monetaria<sup>114</sup>. La regulación no tiene entonces como función responder a los fallos del mercado, sino a los de la propia regulación, o sea, autoalimentarse. Aquí aparece esa especie de maldición de la política monetaria recogida por la célebre *Ley de Goodhart*: cuando una medida se convierte en un fin en sí misma, deja de ser una buena medida<sup>115</sup>.

El panorama del euro nos permite atisbar las graves desconexiones entre los dos hemisferios del dinero, ambos indispensables, la banca —comercial y central— y los mercados de capitales. En el bancario, vemos la generación ilimitada de dinero como remedio de toda patología, real o imaginada, lo cual obliga a buscar prótesis regulatorias a la falta de coste de oportunidad—quien goza del privilegio de crear dinero ilimitadamente no tiene ni que disponer del propio ni pedirselo a otro— para evitar situarse no ya en las antípodas de la lógica económica, sino de toda lógica. Nos hemos ocupado aquí solo de algunas medidas de política monetaria y hemos pasado de soslayo por otras que, como los LTROs/TLTROs en sus diferentes versiones<sup>116</sup>, convierten a los bancos comerciales en renegados de la función comercial de captación de depósitos del público para financiarse porque sus Bancos Centrales les facilitan, contra colaterales más que dudosos, toda la liquidez —acompañada por la condicionalidad de su negocio— que necesiten. En el lado de los mercados, las empresas de servicios de inversión han generado una respuesta donde el coste de oportunidad campa a sus anchas, precisamente para permitir a los ahorradores escapar de la represión financiera del sector bancario, hasta construir una *banca en la sombra*, con productos financieros para los depósitos que los bancos ya no captan y que permiten una liquidez prácticamente inmediata, como es el caso de los bien conocidos Exchange-Traded Funds (ETFs). No parece que la demonización por los reguladores bancarios de los ETFs y productos asimilados obedezca a otro motivo que a la autoalimentación de la regulación bancaria a la que antes me refería.

El reto principal de la UE en su conjunto y de la política monetaria del Eurosistema en particular consiste en el funcionamiento de un Mercado Único Bancario y de Capitales que merezca la consideración real de tal. Cualquier esfuerzo en la arquitectura de la Unión Bancaria es inane si impide o retrasa la culminación de dicho Mercado. Ciertamente, esto exige el libre flujo transfronterizo del crédito —es decir, del dinero— para lo que, en un universo digitalizado, la existencia de redes de circulación es una cuestión de muy segundo orden, por no decir

---

<sup>113</sup> Sigo aquí, de nuevo, la argumentación de H.W. SINN, op. cit., pp. 84-85.

<sup>114</sup> Cfr. SINN, op. cit., loc. cit.

<sup>115</sup> Aunque la idea no se pueda considerar del todo original, la verbalización que le dio C.A.E. GOODHART fue la que hizo fortuna, véase su ensayo «Monetary Relationships: A View from Threadneedle Street», *Papers in Monetary Economics-Reserve Bank of Australia*, Vol. I, 1975, p. 83, disponible en: <https://www.econbiz.de/Record/monetary-relationships-a-view-from-threadneedle-street-goodhart-charles/10002525049>.

<sup>116</sup> Recomiendo, como una explicación asequible y completa de los diferentes programas de liquidez a largo plazo en la Eurozona, la de J. ALDEKOA VÁZQUEZ, «Qué son los TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations)?», 2 de noviembre de 2023, post en <https://dineroybanca.substack.com/p/que-son-los-tltro-targeted-long-term>.

irrelevante, como la tecnología *Blockchain* demuestra sobradamente<sup>117</sup>. Si echamos la mirada a al caso estadounidense, con el que la comparación de la EZ es oportuna, comprobaremos, como argumenta Sandbu con soporte cuantitativo, que la compartición de riesgos entre unos Estados integrados federalmente y con disparidades económicas estructurales no puede surtir efectos benéficos y cohesivos si se ciñe al mecanismo federal de la ordenación de pagos<sup>118</sup>; resulta indispensable el funcionamiento del crédito y el juego de los diferenciales de interés entre los territorios que es, justamente, el factor determinante del flujo de capitales en un mercado único y de la corrección de las asimetrías productivas. Nos queda claro que los T2 reflejan la circulación a empellones de la liquidez en la EZ, convulsionada no por el mercado de capitales, sino por la trasposición mimética al sistema de pagos del Eurosistema del desempeño económico de los Estados miembros. Tal vez una de las causas del estancamiento crónico de la EZ sea, justamente, el flujo ilimitado de capitales —instrumentado por los T2— dentro de un marco económico-territorial donde persisten las fronteras interiores<sup>119</sup>.

En lo que más concretamente nos ocupa aquí, la cuestión estaría en discernir si las vigas maestras de la política monetaria del Eurosistema procuran o entorpecen la integración europea. «La mera mutualización —dice Sandbu— no puede eliminar el riesgo de fragmentación, en tanto en cuanto la fragmentación por sí misma hace que la mutualización sea difícil de mantener», pues la clave de la mutualización «consiste en que requiere suficiente confianza en que no se abusará de ella; y este es el problema del riesgo moral, que la compartición de riesgos puede estimular un comportamiento más arriesgado aún»<sup>120</sup>. El control centralizado de las políticas presupuestarias nacionales, aunque necesario, es un sustitutivo incompleto de la confianza<sup>121</sup>, de ahí que las restricciones a la redistribución mediante la preservación de un nivel adecuado de disciplina de mercado y la consiguiente moderación regulatoria sean del todo indispensables<sup>122</sup>.

Decía que, en los proyectos de acción colectiva con amplia membresía y largo alcance como el europeo, no es nada fácil eludir los discursos del supremacismo y del victimismo. Se puede abundar en lo uno y lo otro y, obviamente, tomar partido, pero no perder el sentido de la realidad, a lo que llevaría tanto el practicismo como el embotamiento dogmático, en la regulación, en el mercado o en cualquier combinación tecnicada de ambos. Y ahora me dispongo a terminar.

---

<sup>117</sup> Me permito recomendar, para abundar en la cuestión, la reciente monografía de J. ZAPATA SEVILLA, *El dinero en el contexto de las Tecnologías de Registro Distribuido* (Blockchain). *Un enfoque desde el Análisis Económico del Derecho*, Tirant lo Blanc, Valencia 2024, 303 pp.

<sup>118</sup> Cfr. Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt, cit., p. 128, con nota a pie de página 22.

<sup>119</sup> Aplicado a las primeras fases de la Crisis Financiera Global, sentencia Sandbu: «Aquí está la principal causa de la crisis de la Eurozona: inmensos flujos de capital, cuyo súbito bloqueo en 2009-10, noqueó a las economías receptoras» (op. cit., p. 42, la traducción es mía).

<sup>120</sup> Op. cit., p. 128, la traducción es mía.

<sup>121</sup> Cfr. Sandbu, op. cit., p. 129.

<sup>122</sup> J. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ y P. SCHWARTZ GIRÓN nos ofrecen un análisis, que incluye el papel de los T2, muy certero desde este enfoque: «An optimality index of the Single Currency. Internal asymmetries within the Eurozone since 1999», en en E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ, A. ROSELLI y G.E. WOOD, *The Economics of Monetary Unions. Past Experiences and the Eurozone*, Routledge, Abingdon-Nueva York 2020, pp. 120-137.

## 4 Conclusiones, reflexiones finales y esbozo de propuestas

Concretaría en tres los principales efectos redistributivos que los saldos T2, junto con las medidas de política monetaria a las que sirve de soporte, producen entre los países de la EZ y su traducción en términos de incentivos:

1º.- El riesgo de insolvencia de los BCNs con saldos T2 deudores y, por consiguiente, las pérdidas derivadas de su eventual materialización —por quiebra del BCN o por la salida de la EZ del Estado en cuestión— serían compartidas por todos los BCNs en proporción a sus claves de capital respectivas en el Eurosistema y en el BCE. Los saldos T2 ilimitados podrían perpetuar balanzas de pagos nacionales deficitarias, falta de competitividad enquistada en los países de la periferia, retraso indefinido de reformas estructurales, burbujas de deuda —pública y privada—, desequilibrios fiscales persistentes e instalación de elevados niveles de desempleo en los Estados con posiciones deudoras permanentes.

2º.- La facilitación casi ilimitada de liquidez a los bancos comerciales por sus BCNs respectivos, mediante los programas de QE y las líneas LTROs/TLTROs, ha provocado flujos de fondos hacia los países más seguros y productivos —con balanzas de pagos excedentarias— del centro y norte de la EZ, con la consiguiente mayor inflación y sobreinversiones<sup>125</sup>. Semejante inundación de liquidez en el Eurosistema sustrae aún más el dinero de la disciplina propia del mercado. En concreto, restringen el crédito interbancario, adormecen la vigilancia horizontal dentro del sector y fomentan el comportamiento gregario de las entidades; no debe subestimarse la pérdida por los bancos comerciales del estímulo para rivalizar en su negocio principal, la captación de depósitos del público para la dación de crédito.

3º.- Los resortes que conforman los T2 hacen posible que la asimetría de la calidad de los activos de los bancos comerciales —deuda privada y, sobre todo, pública de sus Estados respectivos— ofrecidos como garantía de las operaciones de liquidez con sus BCNs juegue en beneficio de los países con saldos deudores, que emiten una misma moneda paneuropea pero con menor respaldo. En sí mismo, esto constituye una redistribución entre los deudores —privados y públicos— de unos países y otros y, simultáneamente, permite ver en qué medida la reducción de los diferenciales entre tipos de interés, proclamada como vector principal de la política monetaria de la EZ, refuerza el impacto redistributivo. La indisciplina presupuestaria y el fomento del *parasitismo fiscal* entre los Estados miembros podría provocar, a su vez, carreras compulsivas hacia el *parasitismo monetario* por parte de unos BCNs encelados en proveer masivamente de dinero nuevo a sus bancos comerciales, sea para asistirles en situaciones de estrés de liquidez, sea para cubrir el deterioro de sus activos, públicos o privados, o para todo eso al mismo tiempo.

---

<sup>125</sup> Pueden encontrarse explicaciones complementarias sobre esto en A. RUIZ OJEDA, «Green Monetary Policy: del pánico climático a la implosión de la Eurozona», en L. MELLADO RUIZ y J.F. ALENZA GARCÍA (Eds.), *Estudios sobre cambio climático y transición energética*, Marcial Pons, Madrid 2020, p. 538, disponible en: <https://acrobat.adobe.com/link/review?uri=urn%3Aaid%3Aascds%3AUS%3A291108c5-b830-301c-b02e-482bdbcbf396>.

Los saldos T2 son un instrumento del Eurosistema para la corrección de tensiones mediante mutualización de riesgos y de pérdidas, algo que, de manera inevitable, toda AMC lleva consigo<sup>124</sup>. A mi parecer, no hay objeción alguna en calificar esto como un logro relevante en la preservación del euro. Mi alegato tiene un carácter estrictamente prudencial y se centra en la necesidad de limitar, en términos de proporcionalidad, el funcionamiento de tal instrumento para corregir los desincentivos perversos que traslada y potenciar los estímulos positivos. Habría que hacerlo tanto internamente, mediante reglas razonables y efectivas para los T2 —estimo muy sugerente y factible la propuesta de H.W SINN de aplicar a los saldos deudores una escala progresiva y penalizada de tipos de interés<sup>125</sup>—, como *ad extra*, a través de obligaciones exigibles de consolidación fiscal. No menos distorsionante resulta que aún estemos lejos de que el BCE se libere de su obsesión por corregir los diferenciales de tipos de interés en la EZ, especialmente de la deuda pública ya que, además de inevitables, son una señal imprescindible del desempeño fiscal de los Estados miembros y del nivel de competitividad de sus sectores productivos. Volvemos a la moraleja del relato de Edgar Allan Poe: la solución a la cábala<sup>126</sup> de la política monetaria de la EZ está donde tenía que estar, en la creación de dinero por las entrañas del sistema bancario.

Si no avanzamos en el sentido propuesto, la EZ quedaría reducida a un AMC puramente nominal, con una Moneda Única emasculada porque el Eurosistema ha definido mecanismos que eliminan gran parte de sus efectos. No escondo mi posición residual, defensora de la idea originaria de la Unión Monetaria y de su superación (*Überschreitung*), que en absoluto consiste en abolirla sino, muy al contrario, en llevarla a su pleno cumplimiento (*Übertretung*). Para que el Viejo Continente juegue algún rol geopolítico deberá dejar de tapar sus miserias mediante una competencia fiscal, comercial y productiva que lo convierta realmente en un Mercado Único. La rivalidad, la innovación en la gestión de riesgos y la cooperación en la definición e implementación de reglas sensatas y obligatorias para todos —también para quienes las promulgan y velan por hacerlas cumplir— construyen incentivos correctos, transversales, duraderos y procuradores de resultados que, además de justos, son equitativos. Si abjuramos de los orígenes del proyecto europeo, no debería descartarse la desaparición del euro, su principal elemento cohesivo, y, sin duda alguna, la mayor y más cualitativa cesión de soberanía por parte de los Estados miembros jamás imaginada<sup>127</sup>. El dinero devela la dialéctica inevitable entre la paz y la guerra<sup>128</sup>: si las mercancías

---

<sup>124</sup> Debo remitirme aquí a la brillante argumentación que ofrece W. SCHELKLE sobre la legitimación redistributiva de la Moneda Única: *The Political Economy of Monetary Solidarity. Understanding the Euro Experiment*, cit., especialmente pp. 304-305.

<sup>125</sup> Cfr. *The Economics of Target Balances ...*, cit., p. 123.

<sup>126</sup> La visión de VILLAR PALASÍ sobre la fiscalidad y del Presupuesto público como «un campo abonado a la cábala legal» y como «un conjunto de reglas esotéricas» sería perfectamente aplicable, por superación, a la política monetaria («La dinámica del principio de legalidad presupuestaria», *Revista de Administración Pública*, No. 49 (1966), p. 11, estudio incluido en A. RUIZ OJEDA (Ed.), *José Luis Villar Palasí (1922-2012). Obras selectas*, Iustel, Madrid 2022, pp. 565-590).

<sup>127</sup> Un interesante replanteamiento de la idea misma de soberanía monetaria es el que ofrecen S. MURAU y J. VAN'T KLOOSTER, «Rethinking Monetary Sovereignty: The Global Credit Money System and the State», *Perspectives on Politics*, Vol. 21-4, 2023, pp. 1319-1336, disponible en: doi:10.1017/S153759272200127X. El debate ya fue lanzado por el propio R. MUNDELL, «Monetary Unions and the Problem of Sovereignty», *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 579 (2002), pp. 123-152, disponible en: <https://www.jstor.org/stable/1049787>.

<sup>128</sup> La expresión de esta idea ha sido atribuida con cierta insistencia al parlamentario y divulgador económico francés F. Bastiat (1801-1850), aunque no hay prueba textual directa: véase el breve artículo de N. SNOW, «Si las

—bienes y servicios— y las personas no cruzan las fronteras, lo harán los ejércitos; el euro solo será un éxito mientras procure lo primero y contribuya eficazmente a evitar lo segundo.

No veo ni factible ni útil —mucho menos imprescindible— una centralización presupuestaria en la UE-dirigida a sustraer las decisiones impositivas y de gasto de los Estados miembros<sup>129</sup>. Hay un peligro evidente de que los empeños por la Unión Bancaria y Fiscal generen un constructo más contrahecho aún que el que tenemos ahora. De la vigente Unión Monetaria sin Unión Fiscal pasaríamos a una Unión Fiscal —un Presupuesto de la UE nutrido por tributos propios— con una Unión Monetaria solo nominal, en tanto que el BCE/BCNs manejase una suerte de *pool* entre monedas nacionales -la deuda pública, perpetua y monetizada de cada Estado miembro y sus respectivos saldos T2 negativos, igualmente perpetuos—, con el consiguiente contraincentivo para la productividad y grave menoscabo del verdadero Mercado Interior bancario y financiero —¿podría consistir en otra cosa la Unión Bancaria y del Mercado de Capitales?— que, a día de hoy, es un simple remedo. Los bancos comerciales y las empresas de servicios de inversión no podrían competir entre sí, dentro del perímetro europeo y globalmente, para nutrir a los sectores productivos, al quedar anestesiados por la provisión ilimitada de fondos, a cambio de que compren, igualmente sin límite, las emisiones de los Estados y de ciertas empresas cuya calidad se basa en la mera prescripción de los reguladores. La cuestión ya no sería si hay que mantener, aplicar o revisar, o bien derogar y reemplazar unas reglas de disciplina fiscal para los Estados miembros, sino si tales reglas tienen sentido cuando dejamos que sea la política monetaria la que haga posible los desarreglos o, sencillamente, los lleve a cabo por sí sola y a través de medidas de *efecto equivalente*<sup>130</sup>.

La hechura de la UE y del euro se basa tanto en la rivalidad como en la cooperación, que se necesitan recíprocamente. Según mi percepción, esas dos claves atraviesan todos los niveles, el de ciudadanos, empresas, entidades públicas y estructuras sociopolíticas. En lo que más directamente nos concierne ahora, estimo indispensable la competencia fiscal entre los Estados miembros, inseparablemente unida a la productiva, cosa imposible sin esfuerzos reales de consolidación presupuestaria nacional y sin una verdadera disciplina de mercado para la deuda pública. La Moneda Única ha venido a evitar que los países del euro empleen la estrategia de empobrecerse unos a otros mediante la manipulación de las divisas nacionales, de forma que sus medidas de política económica vayan dirigidas a mejorar la competitividad de los sectores productivos. Asimismo, comporta una refutación de la visión convencional hasta ahora

---

mercancías no cruzan las fronteras ...», Fundación para la Educación Económica (FEE), 29 de junio de 2022, disponible en: <https://fee.org.es/articulos/si-las-mercanc%C3%ADas-no-cruzan-las-fronteras/>.

<sup>129</sup> J. TIROLE hizo una crítica muy sugerente del planteamiento de que la transferencia de riesgos y la redistribución es necesariamente limitada cuando se trata de una unión monetaria sin unión fiscal: cfr., «Country Solidarity in Sovereign Crises», *The American Economic Review*, Vol. 105-8, 2015, pp. 2333-2363, disponible en: <https://www.jstor.org/stable/43821343>. Una no menos interesante crítica sobre la necesidad de una Unión Fiscal en la EZ es la ofrecida por M. HOFFMANN y B.E. SØRENSEN, «Don't expect too much from a EZ Fiscal Union — and complete the unfinished integration of the European capital markets!», *VoxEU-CEPR*, 29 de noviembre de 2012, disponible en: <https://cepr.org/voxeu/columns/dont-expect-too-much-ez-fiscal-union-and-complete-unfinished-integration-european>. En sentido contrario, con propuestas de unificación fiscal, puede verse A. MONTEVERDI, «Optimum Currency Area Theory and EMU: Lessons from the Euro Crisis», *CROIE Working Papers*, No. 2 (2016), 102 pp.

<sup>130</sup> En una formulación muy original, VILLAR PALASÍ llegó a hablar del «principio de la mutabilidad equivalente de las técnicas»; en relación con esto, puede acudir al análisis de RUIZ OJEDA en dos trabajos ya citados: «Fiscalidad y redistribución regulatoria en Villar Palasí» y «Acción colectiva, regresividad fiscal y redistribución regulatoria en la obra de José Luis Villar Palasí».

predominante sobre la relación entre dinero y fiscalidad, consistente en hacer de aquel un instrumento de esta, justamente para restaurar el sentido originario del *curso legal*, basado en el consenso de que solo está permitido imponer una divisa como instrumento solutorio universal —para todo tipo de deudas, incluidas las tributarias— si se salvaguarda su valor de cambio, de reserva y de unidad de cuenta, y esto exige que la redistribución de beneficios y pérdidas juegue dentro de condiciones aceptadas por quienes la usan como moneda<sup>131</sup>.

Podría suceder que, quinientos años después de Lutero, hayamos alumbrado en Europa un nuevo sistema de circulación de indulgencias. El Vaticano emergería transfigurado a guisa de entidad peripatética, en permanente tránsito entre Bruselas y Frankfurt del Meno. En clave hidrogeográfica, el Rin desembocaría en Ayamonte y el Guadiana en Rotterdam. Tanta trampa y tanto cartón como fuera menester, que dijo Draghi, por exigencia del ritual de aquelarres de nuestros *poderes salvajes*<sup>132</sup>. Al paso, daríamos un giro sorprendente a la independencia del Eurosistema consagrada por el Derecho primario de la UE: de la prohibición de prescripciones al BCE/BCNs por las instancias de la UE y por los Estados miembros habríamos pasado a una nueva *teknopolitik* que, por cuenta propia, discierne y ejecuta las medidas que mejor se *acomodan* a las conveniencias de unos y otros. Tal cosa sería la *dominancia monetaria* elevada, ni más ni menos, al rango de piedra angular del euro<sup>133</sup>. Me temo que la respuesta a la pregunta sobre si la concepción liberal del orden social puede sobrevivir a la democracia<sup>134</sup> es negativa; el populismo *tecnopartisano* ha venido a hacerla valer, de la mano del *constitucionalismo abusivo*<sup>135</sup>. Camino hacia la irrelevancia, la UE se convertiría en una auténtica Unión Burocrática.

Poca novedad aporta este estudio que no sea la de introducir el enfoque monetario en el perímetro analítico del Derecho público, aplicado a la dinámica del proyecto europeo y al euro, su clave de bóveda. He compartido, en definitiva, uno más de nuestros habituales esfuerzos de escrutinio del *arte de administrar*, necesarios para la construcción institucional. Las políticas

---

<sup>131</sup> Recomiendo vivamente, en materia de reglas de economía constitucional sobre política monetaria, el artículo de P.J. BOETTKE, A.W. SALTER y D.J. SMITH, «Money as a Meta-Rule: Buchanan's Constitutional Economics as a Foundation for Monetary Stability», *AIER Sound Money Project Working Paper*, No. 12 (2018), 45 pp., disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2866036>. Una posición de contraste, muy sugerente, se encontrará en el bien conocido trabajo de S. FISCHER, «Rules versus Discretion in Monetary Policy», *Working Paper National Bureau of Economic Research*, No. 2528 (1988), 45 pp., que también puede encontrarse, con el mismo título, en B.M. FRIEDMAN y F.H. HAHN (Eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 2, North Holland, Amsterdam 1990, pp. 1155-1184, en disponible en: [https://doi.org/10.1016/S1573-4498\(05\)80028-1](https://doi.org/10.1016/S1573-4498(05)80028-1).

<sup>132</sup> Tomo la expresión, más que la referencia sustantiva de fondo, de L. FERRAJOLI, *Poderes salvajes. La crisis de la democracia constitucional*, Trotta, Madrid 2013, 109 pp.

<sup>133</sup> I. SCHNABEL, «The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives», versión escrita del Discurso pronunciado en el Centre for European Reform y el Eurofi Financial Forum, con ocasión del Simposio bajo el lema «Is the current ECB monetary policy doing more harm than Good, and what are the alternatives?», 11 de septiembre de 2020, disponible en <https://www.bis.org/review/r200914f.pdf>.

<sup>134</sup> Me refiero al título del breve y desasosegante artículo de A. DE JASAY, «Can Liberalism Survive in Democracy?», *EconLib Articles*, 7 de diciembre de 2015, disponible en <https://www.econlib.org/library/Columns/y2015/Jasayliberalism.html>.

<sup>135</sup> Sugerentes me parecen, en este sentido, las reflexiones de J.I. HERNÁNDEZ GONZÁLEZ, «Lawfare y constitucionalismo abusivo», *El Blog Revista de Derecho Público*, 25 de noviembre de 2023, disponible en: [blogrdp.revistasmarcialpons.es/blog/investigacion-emergente/lawfare-y-constitucionalismo-abusivo/](https://blogrdp.revistasmarcialpons.es/blog/investigacion-emergente/lawfare-y-constitucionalismo-abusivo/). N. COOMBS habla de una *epistocracia* («epistocracy»): «The Democratic Dangers of Central Bank Planning», *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, De Gruyter, Berlin 2023, 19 pp., disponible en: <https://doi.org/10.1515/ael-2022-0063>.

monetaria y fiscal son indispensables para el sustento de sectores productivos innovadores y eficaces, pero también incapaces de construirlos por sí mismas.

## 5. Bibliografía

ABAD, J., LÖFFLER, A., SCHNABL, G. Y ZERMANEK, H., «Fiscal Divergence, Current Account Divergence, and TARGET2 Imbalances in the EMU», *Intereconomics. Review of European Economic Policy*, Vol. 48-1, 2013, pp. 51-58.

AFONSO, A., «Ricardian Fiscal Regimes in the European Union», *ECB Working Paper Series*, No. 558, noviembre 2005, disponible en [ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp558.pdf](https://ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp558.pdf).

AIZENMAN, J., «A modern reincarnation of Mundell-Fleming's trilemma», *Economic Modelling*, Vol. 81 (2019), pp. 444-454.

ALDEKOA VÁZQUEZ, J., «Qué son los TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations)?», 2 de noviembre de 2023, post en <https://dineroybanca.substack.com/p/que-son-los-tltro-targeted-long-term>.

ALESINA, A., BARRO, R.J. Y TENREYRO, S., «Optimal currency areas», en M. Gertler y K. Rogoff (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 17 (2002), pp. 301-356, accesible en <https://www.nber.org/books-and-chapters/nbermacroeconomics-annual-2002-volume-17>.

ANGELONI, I., GASPAR, V. Y TRISTANI, O., «The Monetary Policy Strategy of the ECB», en D. COBHAM Y G. ZIS (Eds.), *From EMS to EMU: 1979 to 1999 and Beyond*, Palgrave-Macmillan, Londres-Nueva York 1999, pp. 3-38; disponible en: [https://doi.org/10.1007/978-1-349-27745-2\\_2](https://doi.org/10.1007/978-1-349-27745-2_2).

BAKER, S. Y RANGELEY, M., «The Political Realities of the Austrian School: Experiences from Parliament, Central Banks and Global Institutions», *The Austrian School of Economics in the 21st Century*, Springer, Nueva York 2022, pp. 133-176, disponible en: [https://EconPapers.repec.org/RePEc:spr:conchp:978-3-031-08502-4\\_7](https://EconPapers.repec.org/RePEc:spr:conchp:978-3-031-08502-4_7).

BARREDO-ZURIARRAIN, J. MOLERO-SIMARRO, R. Y QUESADA-SOLANA, A., «Euro-Dependence — A Peripheral Look beyond the Monetary Union: A Proposal of Reform of the TARGET2», *Review of Radical Political Economics*, Vol. 49-3, 2017, pp. 375-393.

BARRO, R.J., «Are Government Bonds Net Wealth?», *Journal of Political Economy*, Vol. 82-6, 1974, pp. 1095-1117, disponible en <http://www.jstor.org/stable/1830663>.

BAZOT, G., MONNET, E. Y MORYS, M., «The flexibility of the classical gold standard (1870s-1914). Any lessons for the Eurozone?», en E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ, A. ROSELLI Y G.E. WOOD, *The Economics of Monetary Unions. Past Experiences and the Eurozone*, Routledge, Abingdon-Nueva York 2020, pp. 17-30.

BEUKERS, T., FROMAGE, D. Y MONTI, G. (Eds.), *The New European Central Bank: Taking Stock and Looking Ahead*, Oxford University Press, Oxford 2022.

BRAIMBRIDGE, M. Y WHYMAN, P.B., *Crisis in the Eurozone. Causes, Dilemmas and Solutions*, Palgrave-Macmillan, Londres-Nueva York 2015.

BRIOTTI, M.G., «Economic Reactions to Public Finance Consolidation: a Survey of the Literature», *ECB Occasional Paper*, No. 38, octubre 2005, disponible en [http://ssrn.com/abstract\\_id=807411](http://ssrn.com/abstract_id=807411).

BOETTKE, P.J., SALTER, A.W. y SMITH, D.J., «Money as a Meta-Rule: Buchanan's Constitutional Economics as a Foundation for Monetary Stability», AIER Sound Money Project Working Paper, No. 12 (2018), 45 pp., disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2866036>.

—*Money and the Rule of Law. Generality and Predictability in Monetary Institutions*, Cambridge University Press, Cambridge 2021.

BUCHANAN, J.M., «Barro on the Ricardian Equivalence Theorem», *Journal of Political Economy*, Vol. 84-2, 1976, pp. 337-342, disponible en: <https://www.jstor.org/stable/1831905>.

CAPIE, F., GOODHART, C.A.E. Y SCHNADT, N., «The development of central banking», en *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press, Cambridge-Melburne 1994, pp. 1-261.

CARABELLI, A.M. y CEDRINI, M.A., «Keynes' General Theory, Treatise on Money and Tract on Monetary Reform: Different Theories, same Methodological Approach?», *CESMEP Working Paper*, No. 2/2013, 29 pp., disponible en [https://www.academia.edu/7690333/Keyness\\_General\\_Theory\\_Treatise\\_on\\_Money\\_and\\_Tract\\_on\\_Monetary\\_Reform\\_Different\\_Theories\\_Same\\_Methodological\\_Approach](https://www.academia.edu/7690333/Keyness_General_Theory_Treatise_on_Money_and_Tract_on_Monetary_Reform_Different_Theories_Same_Methodological_Approach).

CARRERA, A. y CENCINI, A., *National and International Monetary Payments: From Smith to Keynes and Schmitt*, Palgrave-Macmillan, Londres-Nueva York 2024.

CASTAÑEDA FERNÁNDEZ, J., «Modern Monetary Theory. Why it can't provide sustained economic growth and low inflation», *IEA Current Controversies*, No. 77, abril 2021, 32 pp., disponible en <https://iea.org.uk/publications/modern-monetary-theory-why-it-cant-provide-sustained-economic-growth-and-low-inflation/>.

CASTAÑEDA FERNÁNDEZ J. y SCHWARTZ GIRÓN, P., «An optimality index of the Single Currency. Internal asymmetries within the Eurozone since 1999», en en E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ, A. ROSELLI Y G.E. WOOD, *The Economics of Monetary Unions. Past Experiences and the Eurozone*, Routledge, Abingdon-Nueva York 2020, pp. 120-137.

CONGDON, T., «What Was Keynes' Best Book?», en *Money in a Free Society. Keynes, Friedman, and the New Crisis of Capitalism*, Encounter Books, Nueva York-Londres 2011, pp. 22-32.

—«Do Changes in the Quantity of Money Smother Fiscal Policy?», en *Money in a Free Society. Keynes, Friedman, and the New Crisis of Capitalism*, Encounter Books, Nueva York-Londres 2011, pp. 233-247.

COOMBS, N., «The Democratic Dangers of Central Bank Planning», *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, De Gruyter, Berlin 2023, 19 pp., disponible en: <https://doi.org/10.1515/ael-2022-0063>.

DALIO, R., *Principios para superar crisis de gran endeudamiento*, Valor Editions, Barcelona 2021.

DOMÍNGUEZ CAPARRÓS, J., *Teoría de la literatura*, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid 2002.

EICHENGREEN, B., *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. The Cairoli Lectures*, MIT Press, Cambridge (MA) 2010.

ESTEBAN RÍOS, J., *El Mecanismo Único de Supervisión: oportunidad, configuración y problemas planteados*, Boletín Oficial del Estado, Madrid 2021, especialmente pp. 288 a 302, disponible en: [https://www.boe.es/biblioteca\\_juridica/publicacion.php?id=PUB-PB-2021-214](https://www.boe.es/biblioteca_juridica/publicacion.php?id=PUB-PB-2021-214).

ESTELLA DE NORIEGA, A., «The Muting of the Stability and Growth Pact», *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, Vol. 23, diciembre 2021, pp. 73-90, disponible en DOI: <https://doi.org/10.1017/cel.2021.6>.

FELD, L.P. y WIELAND, V., «The German Federal Constitutional Court Ruling and the European Central Bank's Strategy», *Journal of Financial Regulation*, Vol. 7-2, 2021, pp. 217-253, disponible en: <https://doi.org/10.1093/jfr/fjab006>.

FERRAJOLI, J., *Poderes salvajes. La crisis de la democracia constitucional*, Trotta, Madrid 2013.

FISCHER, S., «Rules versus Discretion in Monetary Policy», *Working Paper National Bureau of Economic Research*, No. 2528 (1988), 45 pp. [también puede encontrarse en B.M. FRIEDMAN y F.H. HAHN (Eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 2, North Holland, Amsterdam 1990, pp. 1155-1184, en disponible en: [https://doi.org/10.1016/S1573-4498\(05\)80028-1](https://doi.org/10.1016/S1573-4498(05)80028-1)].

FLEMING, J.M., «Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates», *IMF Staff Papers*, No. 9 (1962), pp. 369-379; disponible en: [doi:10.2307/3866091](https://doi.org/10.2307/3866091).

FRIEDMAN, M., «The Counter-Revolution in Monetary Theory», *IEA Occasional Paper*, No. 33 (1970), 14 pp., disponible en [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214480/full](https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214480/full).

FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A., «Déjà vu in Currency Markets», *Wall Street Journal*, 22 de septiembre de 1992, disponible en: [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214406/full](https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214406/full).

GARTEN, J.E., *Three Days at Camp David: How a Secret Meeting in 1971 Transformed the Global Economy*, Amberley Publishing, Stroud 2021.

GIMENO NOGUÉS, R. y GARCÍA-ESCUADERO, E., «¿Cómo se transmiten los tipos de interés del BCE al sistema financiero? El nuevo marco operativo del Eurosistema», post en *El Blog del Banco de España*, 27 de junio de 2024, disponible en: <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/como-se-transmiten-los-tipos-de-interes-del-bce-al-sistema-financiero--el-nuevo-marco-operativo-del-eurosistema.html>.

GOLDSTEIN, J., «The *Hotel California* Clause: Finance Reform Meets Classic Rock», *Planet Money — The Economy Explained*, 15 de marzo de 2010, disponible en: [https://www.npr.org/sections/money/2010/03/what\\_dodds\\_bill\\_does\\_about\\_too.html](https://www.npr.org/sections/money/2010/03/what_dodds_bill_does_about_too.html).

GONZÁLEZ ORFANEL, G., «Soldados y ciudadanos, según Carl Schmitt», *Revista de Estudios Políticos*, No. 103 (2004), pp. 251-270.

—«Excepción, necesidad y Constitución», *Teoría y Realidad Constitucional*, No. 48 (2021), pp. 193-214.

—«El defensor de la Constitución», Prólogo al libro *La polémica Schmitt/Kelsen sobre la justicia constitucional: El defensor de la Constitución versus ¿Quién debe ser el defensor de la Constitución*, Tecnos, Madrid 2022, pp. 11-32.

—«La identidad constitucional alemana y los contenidos intangibles de la Ley Fundamental en relación con la Unión Europea», en G.M. TERUEL LOZANO, A. PÉREZ MIRAS y E.C. RAFFIOTTA (Dir.), *Constitución e integración europea. Ciudadanía, derechos fundamentales y garantías jurisdiccionales*, Dykinson, Madrid 2017, pp. 211-229.

GOODHART, C.A.E., «Monetary Relationships: A View from Threadneedle Street», *Papers in Monetary Economics-Reserve Bank of Australia*, Vol. I, 1975, pp. 1-27, disponible en: <https://www.econbiz.de/Record/monetary-relationships-a-view-from-threadneedle-street-goodhart-charles/10002525049>.

—«The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas», *European Journal of Political Economy*, Vol. 14-3 (1998), pp. 407-432, disponible en [https://doi.org/10.1016/S0176-2680\(98\)00015-9](https://doi.org/10.1016/S0176-2680(98)00015-9).

GROS, D. y TABELLINI, G., «Institutional Framework for Monetary Policy», *Centre for European Policy Studies Working Document*, No. 126 (1998), 21 pp.

HADLEY, A.T., «Francis A. Walker's Contributions to Economic Theory», *Political Science Quarterly*, Vol. 12-2, 1897, pp. 295-308, disponible en: <https://doi.org/2140123>.

HAWTREY, R.G., «Public Expenditure and the Demand for Labour», *Economica*, No. 13 (1925), pp. 38-48, disponible en <https://doi.org/10.2307/2548008>.

HAZLITT, H., *The Failure of the «New Economics»*, David Van Nostrand Co., Princeton 1959.

—*From Bretton Woods to World Inflation: A Study of the Causes and Consequences*, Regnery Gateway, Chicago City 1984.

HERNÁNDEZ GONZÁLEZ, J.I., «Lawfare y constitucionalismo abusivo», *El Blog Revista de Derecho Público*, 25 de noviembre de 2023, disponible en: [blogrdp.revistasmarcialpons.es/blog/investigacion-emergente/lawfare-y-constitucionalismo-abusivo/](http://blogrdp.revistasmarcialpons.es/blog/investigacion-emergente/lawfare-y-constitucionalismo-abusivo/).

HOFFMANN, D., *Die EZB in der Krise: Eine Analyse der wesentlichen Sondermaßnahmen von 2007 bis 2012*, Pro Business Verlag, Berlín 2015.

HOFFMANN, H. y SØRENSEN, B.E., «Don't expect too much from a EZ Fiscal Union — and complete the unfinished integration of the European capital markets!», *VoxEU-CEPR*, 29 de noviembre de 2012, disponible en: <https://cepr.org/voxeu/columns/dont-expect-too-much-ez-fiscal-union-and-complete-unfinished-integration-european>.

HUERTA DE SOTO BALLESTER, J., «Recesiones económicas, reforma bancaria y el futuro del capitalismo», *Procesos de Mercado*, Vol. IX-2, otoño 2012, pp. 431-456.

JASAY, A. DE, «Free-Riding on the Euro», *EconLib Articles*, 17 de septiembre de 2003, disponible en <https://econlib.org/library/Columns/y2003/Jasayeuro.html>.

—«Can Liberalism Survive in Democracy?», *EconLib Articles*, 7 de diciembre de 2015, disponible en <https://www.econlib.org/library/Columns/y2015/Jasayliberalism.html>.

KEYNES, J.M., *A Tract on Monetary Reform*, Macmillan, Londres 1923.

—*Treatise on Money*, Cambridge University Press, Cambridge 1930, 2 vols.

—*The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan, Londres 1936.

«Overseas Financial Policy in Stage III. (Memorandum circulated to the UK War Cabinet on 15 May 1945)», en D. MOGGRIDGE (Ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXIV (Activities 1944-1946), Macmillan, Londres 1979.

—«Activities 1940-1944: Shaping the Post-War World, The Clearing Union», en D. MOGGRIDGE y E. JOHNSON (Eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV, Cambridge University Press, Cambridge 2012, 484 pp., disponible en: <https://doi.org/10.1017/UPO9781139520188>.

KUMHOF, M. y BENES, J., «The Chicago Plan Revisited», *IMF Working Paper*, No. 202, 1 de agosto de 2012, 71 pp., disponible en: <https://acrobat.adobe.com/id/urn:aaid:sc:EU:4e43fd33-3c10-4fc0-9c20-7fc40d1dbdea>.

LAIDLER, D.E.W., («Two Views of the Lender of Last Resort», *Cahiers d'économie politique*, No. 35 (2003), pp. 61-78.

—*The Golden Age of the Quantity Theory*, Princeton University Press, Princeton 2014.

LAVOIE, M., «The Eurozone: Similitudes and differences with Keynes's Plan», *IMK Working Paper*, No. 145 (2015), Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, disponible en: <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-2015032510721>.

LEWIS, H. (Ed.), *Hankey & Bagehot: Origins of Modern Central Banking*, Axios Press, Edinburg (VA) 2014.

LOSADA FRAGA, F., «Institutional Implications of the Rise of a Debt-Based Monetary Regime in Europe», *European Law Journal*, Vol. 22-6, 2016, pp. 822-837, disponible en DOI.org/10.1111/eulj.12223.

—«A Europe of Creditors and Debtors: Three Orders of Debt Relations in European Integration», *Journal of Common Market Studies*, Vol. 58-4, 2020, pp. 787-802, disponible en DOI.org/10.1111/jcms.12988.

MANGER-NESTLER, C. y GENTZSCH, M., *Democratic Legitimation of Central Bank Independence in the European Union*, Springer, Nueva York 2021.

MARKAKIS, M., *Accountability in the Economic and Monetary Union Foundations, Policy, and Governance*, Oxford University Press, Oxford 2020.

MAYER, O., *Deutsches Verwaltungsrecht*, Verlag von Duncker & Humblot, Leipzig 1924 (traducción al español en 4 volúmenes, *Derecho Administrativo alemán*, De Palma, Buenos Aires 1949).

MEE, S., *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge University Press, Cambridge-Nueva York 2019.

MCLEAY, M., RADIA, A. y THOMAS, R., «Money Creation in the Modern Economy», *Bank of England Quarterly Review*, Q1-2014, pp. 14-27.

MONTEVERDI, A., «Optimum Currency Area Theory and EMU: Lessons from the Euro Crisis», *CROIE Working Papers*, No. 2 (2016), 102 pp.

MUNDELL, R., «A Theory of Optimum Currency Areas», *The American Economic Review*, Vol. 51-4, 1961, pp. 657-665.

—«Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates», *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29-4 (1963), pp. 475-485; disponible en: doi:10.2307/139336.

—«The Economics of Common Currencies», en H. JOHNSON y A. SWODOBA (Eds.), *The Economics of Common Currencies. Proceedings of the Madrid Conference on Optimum Currency Areas*, Routledge, Abingdon 1973, pp. 114-132.

—«Monetary Unions and the Problem of Sovereignty», *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 579 (2002), pp. 123-152, disponible en: <https://www.jstor.org/stable/1049787>.

MURAU, S. y GIORDANO, M., «European Monetary Unification through Novation: The Political Economy of the TARGET System», Comunicación presentada en la 26ª Conferencia del Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM), Berlín, 20-22 octubre 2022, p. 28, disponible en <https://osf.io/preprints/socarxiv/k3nbh>

—«Forging monetary unification through novation: the TARGET system and the politics of central banking in Europe», *Socio-Economic Review*, Vol. 00, No. 0, 2023, pp. 1-30, disponible en: <https://doi.org/10.1093/ser/mwad067>.

MURAU, S. y KLOOSTER, J. VAN'T, «Rethinking Monetary Sovereignty: The Global Credit Money System and the State», *Perspectives on Politics*, Vol. 21-4, 2023, pp. 1319-1336, disponible en: doi:10.1017/S153759272200127X.

PETERSEN, K.H., «The crises and adaptations of the Euro and monetary theory», Comunicación presentada en la AHE Conference on Economics for a Sustainable World, Manchester (UK), 10-12 de julio de 2017, 23 pp., disponible en: [https://www.academia.edu/38265607/The\\_crisis\\_and\\_adaptations\\_of\\_the\\_Euro\\_and\\_monetary\\_theory\\_pdf](https://www.academia.edu/38265607/The_crisis_and_adaptations_of_the_Euro_and_monetary_theory_pdf).

PETERSON, E., *Der Monotheismus als politisches Problem: Ein Beitrag zur Geschichte der politischen Theologie im Imperium Romanum*, Hegner Verlag, Leipzig 1935. (traducción española: *El monoteísmo como problema político*, Editorial Trotta, Madrid 1999).

PHILLIPS, R.J., *The Chicago Plan and New Deal Banking Reform*, Routledge, Abingdon-Nueva York 1995.

POLANYI, K., *The Great Transformation*, Beacon Press, Boston 1940.

POSNER, R.A., «Taxation by Regulation», *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2-1, 1971, pp. 22-50.

PURIFICATO, F. y ASTARITA, C., «TARGET2 Imbalances and the ECB as Lender of Last Resort», *International Journal of Financial Studies*, Vol. 3 (2015), pp. 501-503, disponible en: doi:10.3390/ijfs3040482 (también publicado en *MPRA Paper* No. 51124 (2013), 20 pp., Munich Personal RePEc Archive, disponible en: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/51124/>).

PURIFICATO, F. y PANICO, C., «The Debt Crisis and the European Central Bank's Role of Lender of Last Resort», *Working Paper* No. 306 (2013), 11 pp., Political Economy Research Institute (University of Massachusetts at Amherst), disponible en: [https://per.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers...rs\\_301-350/WP306.pdf](https://per.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers...rs_301-350/WP306.pdf).

RICARDO, D., *Plan for the Establishment of a National Bank*, John Murray, Londres 1824, 32 pp., disponible en:

<https://dn790005.ca.archive.org/0/items/planfortheestablishmentofanationalbank/PlanfortheEstablishmentofaNational%20Bank.PDF>.

—*Principles of Political Economy and Taxation, Works and Correspondence*, edición a cargo de P. Straffa, Cambridge University Press, Cambridge 1951 (Traducción española: *Principios de Economía Política y Tributación*, Pirámide, Madrid 2003).

RODRÍGUEZ DE SANTIAGO, J.M., «Sobre democracia, metodología y dinero. Comentario a la Sentencia del Tribunal Constitucional Federal Alemán, de 5 de mayo de 2020, sobre el PSPP», *Revista Española de Derecho Constitucional*, No. 122 (2021), pp. 295-331, disponible en doi: <https://doi.org/10.18042/cepc/redc.122.09>.

RODRIK, D., «How Far Will International Economic Integration Go?», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14-1, 2000, pp. 177-186, disponible en: DOI: 10.1257/jep.14.1.177.

—*The Globalization Paradox. Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist*, Oxford University Press, Oxford-Nueva York 2011.

ROGOFF, K.S., «The Age of Inflation. Easy Money, Hard Choices», *Foreign Affairs*, noviembre-diciembre 2022, disponible en: <https://www.foreignaffairs.com/world/age-of-inflation-kenneth-rogoff>.

RUIZ OJEDA, A., «La regulación económica y sus eslabones perdidos», en J.M. DE LA CUÉTARA MARTÍNEZ, J.L. MARTÍNEZ LÓPEZ-MUÑIZ y F.J. VILLAR ROJAS (Coords.), *Derecho administrativo y regulación económica: Liber Amicorum Profesor Doctor Gaspar Ariño Ortiz*, La Ley, Madrid 2011, pp. 1197-1225.

—«Fiscalidad y redistribución regulatoria en Villar Palasí», *Revista Española de Derecho Administrativo*, No. 174 (2015), pp. 169-202.

—«Acción colectiva, regresividad fiscal y redistribución regulatoria en la obra de José Luis Villar Palasí», *Revista de Derecho de la Universidad de Piura*, Vol. 17 (2016), disponible en: <https://pe.lejister.com/pop.php?option=articulo&Hash=77334005181223a6d7d5ebf2712b8bb3>.

—«Deuda paga deuda. (Nuestro actual sistema monetario explicado por Paulo Duarte)», *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, enero 2017, 10 pp., disponible en [http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/01/ruiz-ojeda-a-\\_deuda-paga-deuda\\_recension.pdf](http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/01/ruiz-ojeda-a-_deuda-paga-deuda_recension.pdf).

—«Monetización del déficit público y compra de deuda soberana por el BCE/SEBC. (A propósito de la jurisprudencia *Pringle-Gauweiler-Weiss* del TJUE)», *InDret. Revista para el Análisis del Derecho*, 3-2020, pp. 359-405, disponible en: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://indret.com/wp-content/uploads/2020/07/1550.pdf>.

—«*Green Monetary Policy: del pánico climático a la implosión de la Eurozona*», en L. Mellado Ruiz y J.F. Alenza García (Eds.), *Estudios sobre cambio climático y transición energética*, Marcial Pons, Madrid 2020, pp. 817-876, disponible en: <https://acrobat.adobe.com/link/review?uri=urn%3Aaaid%3Aascds%3AUS%3A291108c5-b830-301c-b02e-482bdbcbf396>.

SANDBU, M., *Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt*, Princeton University Press, Princeton 2015.

SANTAMARÍA PASTOR, J.A., *El poder, la libertad, la Administración y su Derecho*, Discurso de Recepción como Académico de Número en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas (25 de octubre de 2022), Publicaciones de la RACMyP, Madrid 2022.

SCHELKLE, W., *The Political Economy of Monetary Solidarity. Understanding the Euro Experiment*, Oxford University Press, Oxford-Nueva York 2017.

SCHNABEL, I., «The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives», versión escrita del Discurso pronunciado en el Centre for European Reform y el Eurofi Financial Forum, con ocasión del Simposio bajo el lema «Is the current ECB monetary policy doing more harm than Good, and what are the alternatives?», 11 de septiembre de 2020, disponible en <https://www.bis.org/review/r200914f.pdf>.

SCHMITT, C., *Politische Theologie. Vier Kapitel zur Lehre von der Souveränität*, Verlag von Duncker & Humblot, Múnich-Leipzig 1922 (Traducción española: Editorial Trotta, Madrid 2009).

SCHMITT, H.O., «International Monetary System: Three Options for Reform», *International Affairs*, Vol 50-2, 1974, pp. 193–210, disponible en: <https://doi.org/10.2307/2616693>.

SCISO, E. (Ed.), *Accountability, Transparency and Democracy in the Functioning of Bretton Woods Institutions*, Springer, Nueva York 2018.

SELGIN, G., «Hayek versus Keynes on How the Price Level Ought to Behave», *History of Political Economy*, Vol. 31-4, 1999, pp. 699–721, accesible en <https://doi.org/10.1215/00182702-31-4-699>. —«Banks Are Intermediaries of Loanable Funds», *Cato Working Paper*, No. 80, 18 marzo 2024, 48 pp., disponible en: <https://www.cato.org/working-paper/banks-are-intermediaries-loanable-funds>.

SINN, H.W., *The economics of Target Balances. From Lehman to Corona*, Palgrave-Macmillan, Londres-Nueva York 2020.

SINN, H.W. y WOLLMERSHAEUSER, T., «Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility», *National Bureau for Economic Research Working Paper*, No. 17626, noviembre 2011, 40 pp.

SNELL, J., «The Trilemma of European Economic and Monetary Integration, and Its Consequences», *European Law Journal*, Vol. 22-2, 2016, pp. 157-179.

SNOW, N., «Si las mercancías no cruzan las fronteras ...», Fundación para la Educación Económica (FEE), 29 de junio de 2022, disponible en <https://fee.org.es/articulos/si-las-mercanc%C3%ADas-no-cruzan-las-fronteras/>.

STEIL, B., *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*, Princeton University Press, Princeton-NJ 2014.

THORNTON, H., *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, George Allen & Unwin, Londres 1939.

TIROLE, J., «Country Solidarity in Sovereign Crises», *The American Economic Review*, Vol. 105, No. 8 (2015), pp. 2333-2363, disponible en: <https://www.jstor.org/stable/43821343>.

TORNELL, A., «Eurozone Architecture and Target2: Risk-sharing and the Common-pool Problem», *Working Paper*, UCLA Department of Economics, junio 2018, 42 pp., disponible en: <https://www.aaron-tornell.com/works-in-progress>.

TOUT, E., «Plans for a fictitious world: Keynes's global bank and currency», *Blogs LSE*, 10 de marzo de 2023, disponible en: <https://blogs.lse.ac.uk/economichistory/2023/03/10/keynes-global-bank-and-currency/>.

TUCKER, P., *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, Princeton (New Jersey) 2018.

TUORI, K., «Has Euro Area Monetary Policy Become Redistribution by Monetary Means? Unconventional Monetary Policy as a Hidden Transfer Mechanism», *European Law Journal*, Vol. 22-6, 2016, pp. 838-868, disponible en: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/eurlj22&i=838>.

—«The ECB's quantitative easing programme as a constitutional game changer», *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, Vol. 26-1, 2019, pp. 94-107, disponible en <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/maastje26&i=108>.

VILLAR PALASÍ, J.L., «Fisco versus Administración. La teoría nominalista del impuesto y la teoría de las prestaciones administrativas», *Revista de Administración Pública*, No. 24 (1957), pp. 11-38, incluido en A. RUIZ OJEDA (Ed.), *José Luis Villar Palasí (1922-2012). Obras selectas*, Iustel, Madrid 2022, pp. 521-543.

—*La intervención administrativa en la industria*, Instituto de Estudios Políticos, Madrid 1964.

—«La dinámica del principio de legalidad presupuestaria», *Revista de Administración Pública*, No. 49 (1966), pp. 9-38, incluido en A. RUIZ OJEDA (Ed.), *José Luis Villar Palasí (1922-2012). Obras selectas*, Iustel, Madrid 2022, pp. 565-590.

—«Concesiones administrativas», *Nueva Enciclopedia Jurídica Seix*, Francisco Seix, Vol. IV, Barcelona 1975, pp. 684-770, incluido en A. RUIZ OJEDA (Ed.), *José Luis Villar Palasí (1922-2012). Obras selectas*, cit., pp. 265-449.

WALKER, F.A., *Money*, Henry Holt&Co, Nueva York 1883.

WERNER, R.A., «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, disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.07.015>.

—«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 (2014), pp. 71-77, disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.10.013>.

WIEDMAN, J., «Stop encouraging banks to buy Government debt», *Financial Times*, 30 de septiembre de 2013, disponible en: <https://www.ft.com/content/81a505a4-278c-11e3-8feb-00144feab7de>.

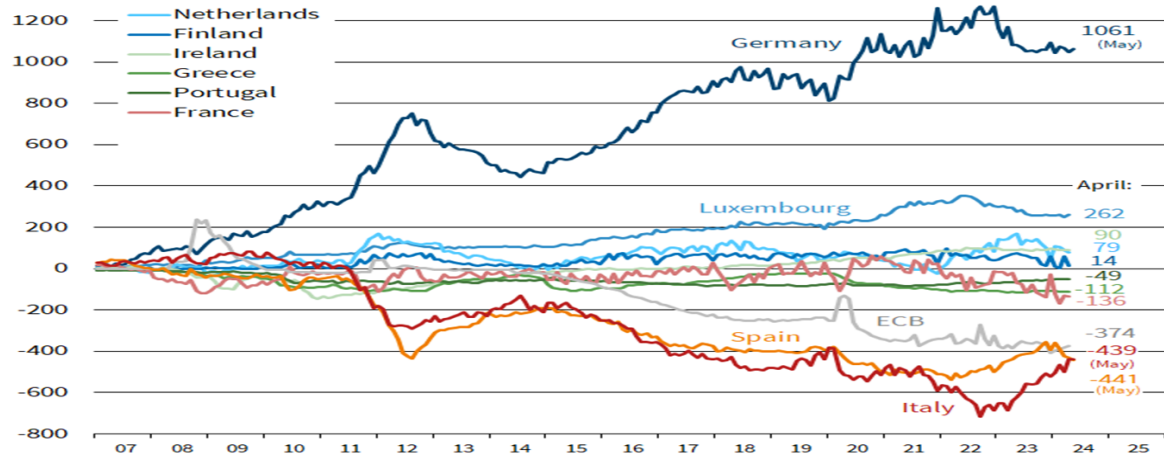
WRAY, L.R., *Credit and State Theories of Money. The Contributions of A. Mitchell Innes*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton 2004.

ZAPATA SEVILLA, J., *El dinero en el contexto de las Tecnologías de Registro Distribuido (Blockchain). Un enfoque desde el Análisis Económico del Derecho*, Tirant lo Blanc, Valencia 2024.

**ANEXO I:**

Fuente: H.W. Sinn, <https://www.hanswernersinn.de/de/themen/TargetSalden>

**Target Balances of Selected National Central Banks and the ECB, May 2024**  
In billion euros; end-of-month values



Source: Sinn/Wollmershäuser "updated" (2012) »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, International Tax and Public Finance; European Central Bank; Deutsche Bundesbank; Banca d'Italia; Banco de España; Bank of Greece. © Hans-Werner Sinn

**ANEXO II**

Fuente: Eurostat y BCE

PAÍS	IPC		DESEMPLEO		PIB		T2	
	Dic 2022	Dic 2023	Dic 2022	Dic 2023	Dic 2022	Dic 2023	Dic 2022	Dic 2023
<b>Italia</b>	8,18%	5,72%	8,1%	7,6%	1.960bn€	2.210bn€	-0,72bn€	-0,68bn€
<b>España</b>	5,71%	3,10%	12,9%	11,8%	1.340bn€	1.460bn€	-0,49bn€	-0,39bn€
<b>Alemania</b>	8,12%	3,71%	5,7%	5,3%	4.080bn€	4.120bn€	+1,31bn€	+1,12bn€