



# La administración del Eurosistema: Redistribución mediante regulación monetaria

*Alberto Ruiz Ojeda*  
*Universidad de Málaga*  
*AEDE, Oviedo 23-24 junio 2022*

# ÍNDICE-SUMARIO

- I. **El euro, la UE y sus rarezas (monetarias o no)**
- II. **La Eurozona y el Eurosistema según la lógica de las Áreas Monetarias Óptimas-Optimal Currency Areas (OCAs)**
- III. **La compra de deuda soberana de la Eurozona por el BCE**
- IV. **Los saldos TARGET-2 y el Eurosistema: las balanzas de pagos**
- V. **Préstamos TLTRO del BCE a las entidades financieras**
- VI. **Conclusiones: ¿nada es lo que parece?**

# I. ¿RAREZAS? DEPENDE DE PARA QUIÉN

1. Una moneda única sin contraparte fiscal única y centralizada
2. Una sola instancia competente para la política monetaria (BCE), pero que integra a los Bancos Centrales Nacionales (BCNs): Eurosistema
3. Para los Estados miembros no-euro, la política monetaria corresponde a sus BCNs, pero el tipo de cambio de sus monedas con el euro es fijo e inamovible
4. El Pacto Fiscal y el Semestre Europeo sirven para establecer y gestionar las reglas de disciplina presupuestaria aplicables a todos los Estados miembros (euro y no-euro)
5. La UE tiene un régimen de Fondos de propósito específico (convergencia y Mercado Único) que se nutren de aportaciones de los Estados miembros y están sujetos a control y condicionalidad
6. Todo lo que se salga de aquí, exige pacto expreso multilateral (MEDE)

## II. DE OCA A OCA [SME-ECU → UME-EURO]

### 1. R. Mundell (1963) pide cancha en la UE:

- Cierta afinidad cultural
- Comparabilidad institucional
- Fluidez, continuidad histórica y dimensión adecuada de intercambios

### 2. Estructura básica de una OCA:

PILAR	EFEECTO	CONVERGENCIA ECONÓMICA & SIMETRÍA
1. Convertibilidad (patrón oro o ECU)	Unidad de cuenta común no manipulable	
2. No aranceles	Libre circulación bienes y servicios	
3. Soberanía fiscal plena	Restricción nacional carga fiscal	
4. Rigidez de tipos de cambio entre divisas	Solo cabe devaluación interna	
5. Libre circulación de capitales	Rivalidad en la captación de capitales	

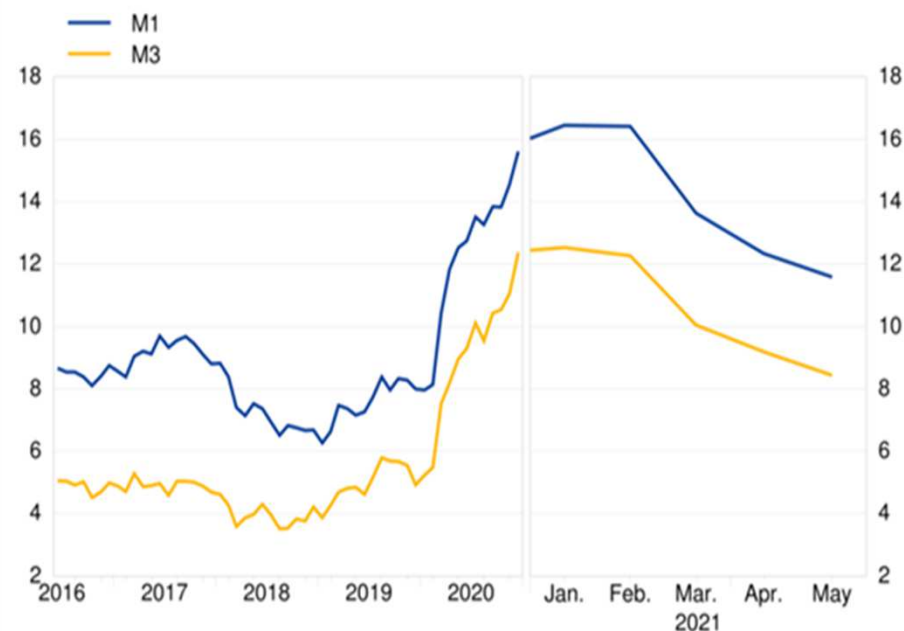
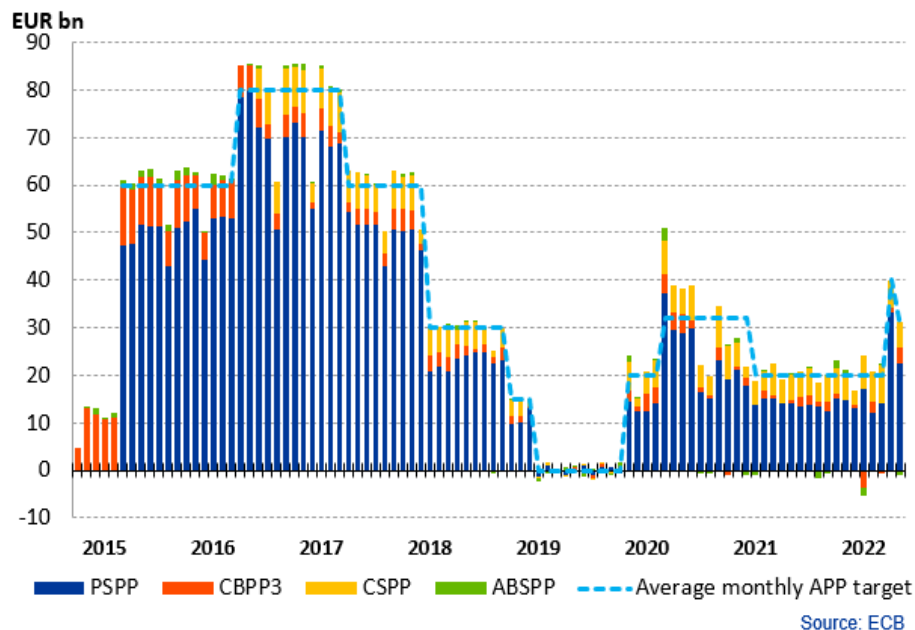
**NI LA INFLACIÓN NI LA DEFLACIÓN SE “IMPORTAN” O “EXPORTAN”**

### III. QE: COMPRA DE DEUDA SOBERANA POR EL BCE (1)

1. La Ley de Goodhart: “Cuando una medida se convierte en [o se confunde con] un objetivo, deja de ser una buena medida”
2. No es una medida no-convencional: los BBCC siempre han comprado deuda soberana a los bbcc para darles liquidez
3. La compra de deuda pública está en el origen mismo de los BBCC, pero en mercado primario [prohibida por el art. 123.1, *in fine*, TFUE], no en el secundario ni en las cantidades ahora conocidas
4. El BCE ha seguido una estrategia de tanteo [con el TJUE/BVerfG en el retrovisor]: 1º) apoyo las emisiones del MEEF/MEE (2010-12); 2º) digo que voy a comprar deuda soberana pero no compro (2012-14); 3º) compro pero con arreglo a la clave de capital de cada BCN en el BCE (2015-19); 4º) compro discrecionalmente (2020-22); 5º) compro a los PIGs [¿con condicionalidad?] (2022-)

# III. QE: COMPRA DE DEUDA SOBERANA POR EL BCE (2)

## Cuando la cantidad importa

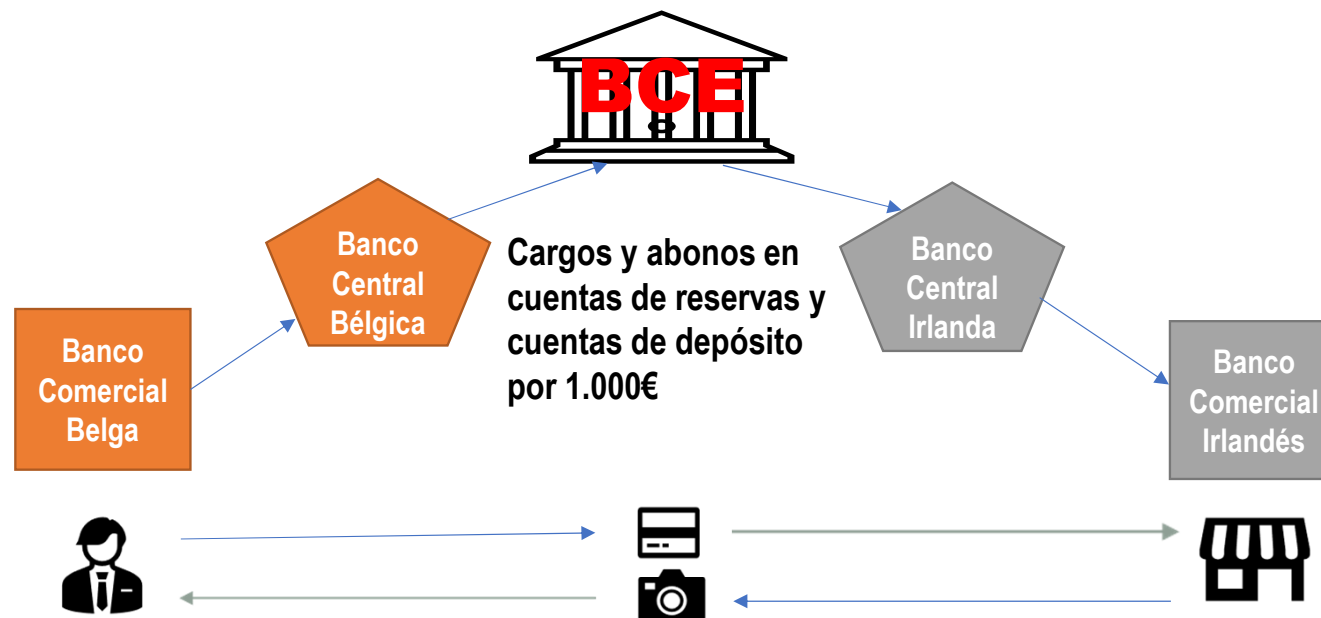


### ¿Qué pasa aquí?

- Los mercados están dopados por la actuación de un agente (el BCE) que carece de coste de oportunidad
- Algunos PIGS no paran de endeudarse y de incurrir en déficits
- El dinero huye desde los sectores de la economía productiva hacia los activos soberanos o cuasi-soberanos
- Los bajos tipos de interés exigidos en el c/p provocan un rally de deuda viva para ganar en el m/p y l/p

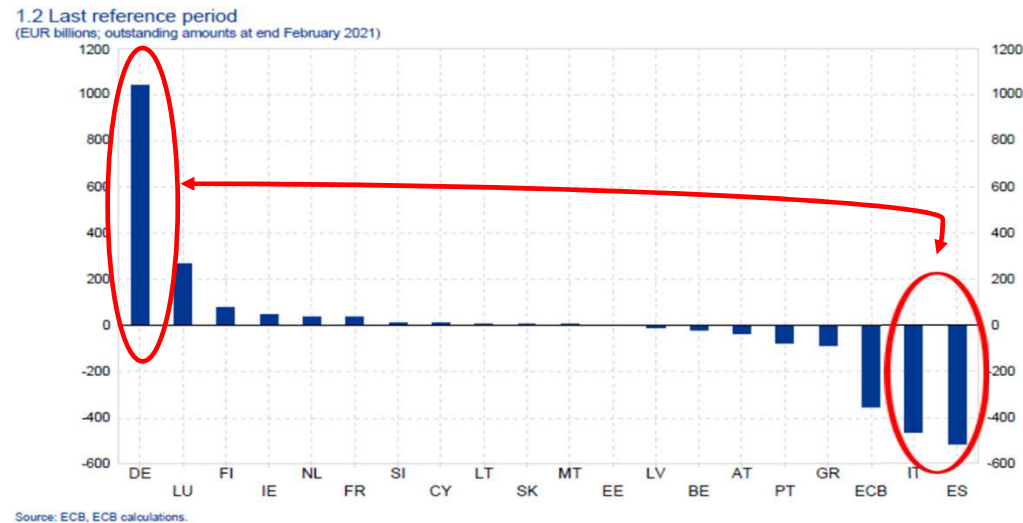
## IV. TARGET2: QUÉ SON, CÓMO FUNCIONAN

1. Por razones de agilidad y de seguridad, los pagos correspondientes a las transacciones comerciales transfronterizas de la Eurozona (también las de pequeña cuantía) se hacen a través de los conductos del sistema bancario (bbcc, BCNs y BCE)
2. Supongamos que un fotógrafo belga compra una cámara a un comercializador irlandés por 1.000€



## IV. TARGET2: ...Y QUÉ EFECTOS PRODUCEN

3. Los saldos TARGET2 ...¡NO SE NETEAN NUNCA! Salvo cuando un Estado miembro abandona el Euro (Draghi dixit)
4. Los déficits y superávits comerciales de los países de la Eurozona están en el balance del Eurosistema (ni siquiera en el del BCE) y, por tanto, las balanzas de pagos intracomunitarias dejan de funcionar como lo harían en cualquier OCA
5. De nuevo, las cantidades importan: el Deutsche Bundesbank tenía (febrero 2021) un saldo acreedor de 1.043,7MM€ y el saldo deudor conjunto del Banco de España y del Banco de Italia era de 980,3MM€. Alemania financiaba mediante TARGET2 el 36% del PIB conjunto de España e Italia a cierre de 2020





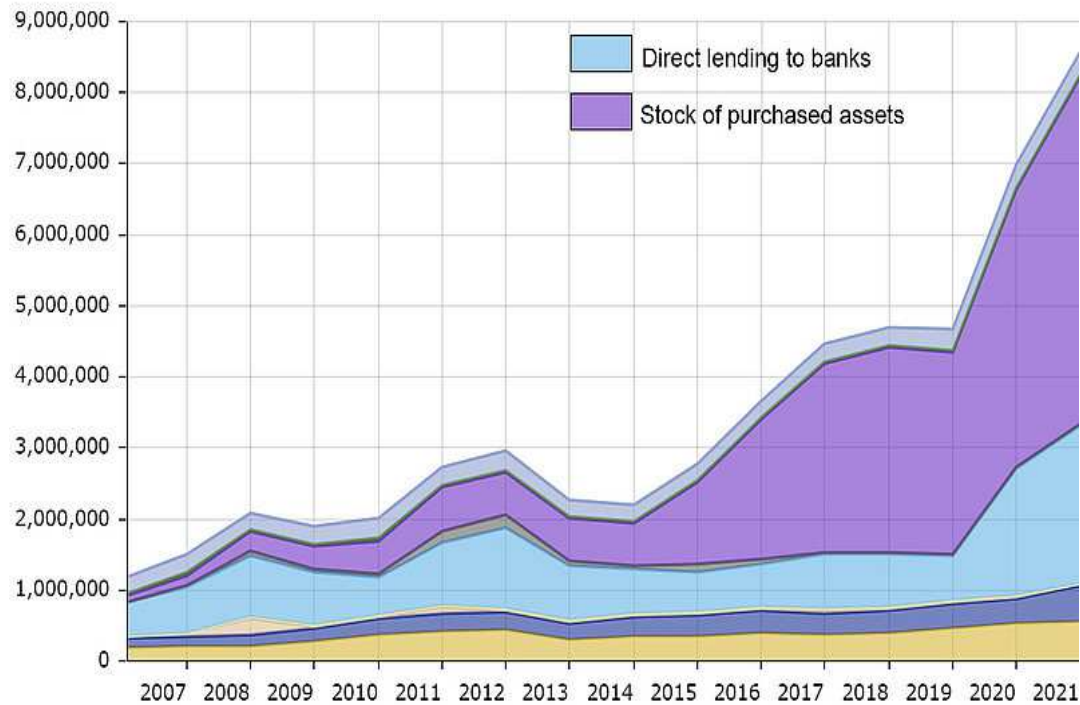
# V. LTRO (1): BARRA LIBRE PARA TODOS (BANCOS Y ESTADOS)

Siempre que sea con amigos

1. Acrónimo: ~~Targeted~~ Longer-Term Refinancing [Repo] Operations. Colateral: deuda soberana de los Estados miembros, mediante repos. Prestatario: bbcc y Estados miembros
2. La función de prestamista de último recurso a los bbcc no está contemplada en los Estatutos del BCE (tampoco en la versión de 2012) y ha de considerarse prohibida a los Estados miembros
3. El primer Programa de compra de deuda soberana (APP) fue introducido en 2009, casi simultáneamente con la primera línea LTRO (2008), pero el incremento fue exponencial en 2011-12: LTRO supuso una súbita inyección de liquidez al circuito bancario de casi €1bn, con colaterales cada vez más dudosos (incluida deuda privada de los bbcc) y repos ¡CON UNA DURACIÓN DE ENTRE 3 Y 4 AÑOS! (en lugar de la inicial de 3 meses)
4. El puntapié centro-bancario más grande de la historia (F. Coppola), que ha convertido al BCE en un proveedor universal de liquidez y le ha permitido eludir (solo nominalmente) la prohibición de rescate de Estados miembros contenida en el TFUE (art. 125)
5. En términos agregados, provee liquidez, pero en absoluto resuelve los problemas de solvencia, soberana o privada, sino que los incrementa

# V. TLTRO (2): “LIQUIDEZ ORIENTADA A OBJETIVOS” (*TARGETED*)

## A lo grande y sin detalle



Source: European Central Bank

1. Esto sí que es un *doom loop*: vinculación de deuda soberana y deuda bancaria
2. Además, los mercados monetarios [intercambios mayoristas de activos en el corto plazo] de la Eurozona emplean deuda de los Estados miembros como colateral: cuando este se deteriora, las operaciones se encarecen (o se bloquean)
3. El *fiscal dominance* de la política monetaria es un caso de *Taxation by Regulation*: no hay otra alternativa
4. Pero también es un caso de *financial dominance* de la política monetaria
5. El unicornio: Eurobonos (*Risk-Free Asset*)

## VI. CONCLUSIONES: ALGUNAS CONSECUENCIAS DE TODO ESTO (¿Aparentes? ¿Reales?)

1. Una OCA verdaderamente integrada como la UME está concebida para producir una transferencia creciente de recursos reales (personas, capitales, bienes y servicios), no de meros flujos de liquidez, para generar simetrías económicas y sociales efectivas
2. Los déficits comerciales obedecen a carencias productivas nacionales y se corresponden con déficits fiscales y deuda pública. El encubrimiento (TARGET2), la monetización (QE) y la trampa de liquidez (TLTRO) distribuyen el esfuerzo fiscal y/o de devaluación interna de los países deficitarios a todos los usuarios del euro vía inflación
3. A su vez, no hay incentivos para corregir los desequilibrios, ni en las balanzas de pagos ni en las fiscales
4. Habría tantos euros distintos como países de la Eurozona porque el poder adquisitivo de cada euro depende del país donde lo uso (gasto o invierto), efecto exacerbado si, como ya sucede, migramos hacia un escenario de incremento de diferenciales de deuda, disparidad de tipos de interés real y de inflación entre los Estados miembros
5. Estaríamos ante una transferencia de rentas desde los países periféricos (elevados tipos de interés real) a los del centro-norte (tipos de interés real más bajos) para “mover” capitales ociosos (no generadores de mejoras productivas ni de innovación)

# BIBLIOGRAFÍA

- ❑ “Which Constitutional Economics for the Two-Decade-Old Eurozone?, *Future Europe*, Vol. 2 (2022)
- ❑ “*Green Monetary Policy: del pánico climático a la implosión de la Eurozona*”, en *Estudios sobre cambio climático y transición energética*, J.F. Alenza García y L. Mellado Ruiz (Dirs.), Marcial Pons, Madrid 2022
- ❑ “We’ve got a serious pan-EU constitutional problem –not just a German one–”, *Epicenter*, 19 abril 2021
- ❑ “Monetización del déficit público y compra de deuda soberana por el BCE/SEBC. (A propósito de la jurisprudencia *Pringle-Gauweiler-Weiss* del TJUE)”, *InDret*, 2020-3, pp. 358-405
- ❑ “La eutanasia del ahorrador, según el BCE”, *Expansión*, 14 noviembre 2019
- ❑ “No creditor worse off (NCWO), o cuando la resolución bancaria no es una respuesta a la insolvencia de las entidades”, *Almacén de Derecho*, 3 noviembre 2019
- ❑ “Dinero, criptomonedas y algarrobos”, *Regulación Financiera (Revista de Derecho del Mercado Financiero)*, octubre 2018
- ❑ “Deuda paga deuda (Nuestro actual sistema monetario explicado por Paulo Duarte)”, *Regulación Financiera (Revista de Derecho del Mercado Financiero)*, enero 2017