



UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA

Departamento de Ciencia Política y Estudios Internacionales

MAESTRÍA EN ESTUDIOS INTERNACIONALES

El rol y la *policy* del Banco Central Europeo en la crisis de la zona del Euro

Fundamentos Ideológicos, Legales-Institucionales y Económicos

Lic. Laura Beatriz Fracassa

Tutor: Germán Jorge Lodola

Firma del tutor

Abril, 2017

AGRADECIMIENTOS

A Germán Lodola, por haber confiado en mi capacidad para llevar adelante este proyecto, y sus valiosos comentarios.

A Roberto Frenkel, quien confió en esta relacionista pública institucional con “curiosidad” en temas económicos para llevar a cabo este proyecto, allá por el año 2013, y quien con una sólida vocación docente me ayudó en mis primeros abordajes sobre el tema.

A los profesores de esta Casa de Estudios, quienes me transmitieron no sólo un importante acervo de conocimiento sino también su pasión por el “mundo de las Relaciones Internacionales”. En especial, a aquellos que tan amablemente me abrieron sus puertas cada vez que golpeaba en busca de un consejo, de una ayuda o simplemente de un voto de confianza.

A mi familia, por apoyarme en cada decisión y proyecto que emprendo en la vida de forma incondicional.

A mi compañera de estudios, colega y gran amiga Deborah Tasselkraut, a quien admiro y con quien compartí horas, días y meses haciendo catarsis sobre los vaivenes de este proyecto y quien me ha demostrado que los afectos son el capital más importante que una persona atesora a lo largo de la vida.

A mis amigos, por la paciencia y el acompañamiento que me brindaron a lo largo de este camino en el que elegí ser estudiante nuevamente, y por esa confianza que depositan en mí que hace que todo resulte más fácil.

Abstract

La crisis internacional que se produjo tras la caída de Lehman Brothers, vino a imponer nuevos retos a los gestores y tomadores de decisión de las políticas económicas en todo el mundo, más precisamente a aquellos que se encargan de la gestión de los Bancos Centrales. Esto se debe a la importancia que adquirieron en el desencadenamiento de la crisis la diversidad y multiplicidad de componentes financieros. Se entiende que si bien la política monetaria constituye un elemento ágil como instrumento de respuesta en el corto plazo, resulta evidente que su capacidad de actuación frente a los nuevos desequilibrios que se suceden en la arena internacional, es limitada. En ese sentido, el BCE afronta un gran desafío puesto que la crisis no sólo sorprende a esta institución en el marco de un proceso relativamente nuevo de integración monetaria europea, sino que además las bases institucionales sobre las cuales se estaba asentado dicho proceso resultaron ser incapaces de dar una respuesta definitiva y eficiente a la crisis.

Lo que comenzó siendo una crisis de liquidez, resultó en una crisis de deuda soberana dada la prohibición al BCE a través del Tratado de Maastricht de cumplir funciones de prestamista de última instancia en el mercado de deudas soberanas. El mandato de estabilidad de los precios, quedó cuestionado cuando se entendió que el BCE es también responsable por la estabilidad financiera. Dada la importancia que reviste este aspecto en el comportamiento del BCE en la crisis de la zona del euro, el presente trabajo tiene por objeto entender cuáles son los factores que explican que el BCE no haya sido pensado y diseñado para cumplir ese rol y que fundamentan la *policy* del BCE. Si bien el hecho de contar con un prestamista de última instancia en el mercado de deudas soberanas constituye una condición necesaria, ésta no resulta suficiente. Sería necesario avanzar en una unificación política que permita dar una

respuesta integral hacia la gobernanza de aquel proyecto de Unión que en la práctica resultó ser una unión monetaria centralizada pero económicamente descentralizada.

Palabras claves: Unión Económica y Monetaria Europa, Banco Central Europeo, Prestamista de última instancia, crisis de la eurozona, policy, ideas, instituciones.

INDICE DE CONTENIDOS

LISTADO DE ACRÓNIMOS	5
INTRODUCCIÓN	7
<i>Estructura del trabajo</i>	10
<i>Relevancia del Estudio</i>	11
CAPÍTULO I	13
<i>Planteo del problema</i>	13
<i>Elementos del problema</i>	14
<i>Marco teórico</i>	16
<i>Definición de conceptos y operacionalización de las variables</i>	17
<i>Metodología</i>	26
CAPÍTULO II	27
<i>Contexto histórico y coyunturas críticas bajo las cuales se comienza a pensar en la institucionalización de un Banco Central comunitario</i>	34
<i>Ideas y doctrinas económico-financieras predominantes en la etapa constitutiva del BCE</i>	41
<i>Ideas compartidas e incorporadas en el Tratado de Maastricht respecto al rol de BCE</i>	46
CAPÍTULO III	56
<i>Estructura institucional del Eurosistema y su relación con las demás instituciones de la UE</i>	57
<i>El BCE como institución comunitaria: facultades, limitaciones y potencialidades</i>	64
<i>Flexibilidad y Rigidez del derecho comunitario en cuestiones económico-financieras</i>	75

<i>Consideraciones preliminares</i>	79
CAPÍTULO IV	83
<i>El proceso de toma de decisión en el BCE</i>	85
<i>Los PIIGS en el Eurosistema antes y durante la crisis</i>	91
<i>El rol y la policy del BCE en la crisis de deuda soberana de la zona del Euro</i>	99
<i>La policy del BCE vis à vis los intereses de los responsables políticos</i>	111
CONSIDERACIONES FINALES	118
BIBLIOGRAFÍA	129

LISTADO DE ACRÓNIMOS

AUE: Acta Única Europea

BCE: Banco Central Europeo

CBPP: Compra de Bonos Garantizados (por sus siglas en inglés)

ELA: Ayuda de Liquidez de Emergencia (por sus siglas en inglés)

EONIA: Euro OverNight Index Average

ESM: Mecanismo Europeo de Estabilidad (por sus siglas en inglés)

FEEF: Fondo Europeo de Estabilidad Financiera

IME: Instituto Monetario Europeo

LTRO: operaciones de refinación de largo plazo (por sus siglas en inglés)

MRO: operaciones de refinación de corto plazo (por sus siglas en inglés)

MSU: Mecanismo de Supervisión Único

OGPE: Orientaciones Generales de Política Económica

OMT: Outright Monetary Transactions / Operación Monetaria Abierta (OMT por sus siglas en inglés).

PIIGS: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia, España (por sus siglas en inglés)

QE: Quantitative Easing

SME: Sistema Monetario Europeo

SEBC: Sistema Europeo de Bancos Centrales

SMP: Securities Markets Programme / Programa de Mercado de Valores (por sus siglas en inglés)

TJE: Tribunal de Justicia Europeo

TUE: Tratado de la Unión Europea

UE: Unión Europea

UEM: Unión Económica y Monetaria

INTRODUCCIÓN

“La gran crisis del siglo XXI ha planteado retos formidables a los gestores de las políticas económicas en todo el mundo y, muy particularmente, a los bancos centrales, por la importancia que han tenido los componentes financieros en el desencadenamiento y desarrollo de aquella y por el hecho de que, no en balde, la política monetaria es el instrumento más ágil, y más poderoso a corto plazo, de la política económica, aunque [...] su capacidad de actuación frente a determinado tipo de perturbaciones es limitada. Para el Banco Central Europeo (BCE) todo ha resultado mucho más complicado, pues la crisis le sorprendió al inicio de la andadura del complejo proyecto de integración monetaria europea, que estaba asentado, además, sobre unas bases institucionales que han terminado manifestándose como insuficientes en aspectos muy relevantes”(Malo de Molina, 2013, p. 1).

Tomando como referencia los aportes de Malo de Molina (2013) cabe señalar que la persistente y sostenida crisis económico y financiera en la zona del Euro es actualmente el foco de análisis en numerosos debates que intentan explicar desde diversas perspectivas las razones por las cuales dicha crisis continúa y que de un modo casi inevitable pareciera estar sumida a una serie de soluciones parciales, que no terminan por resolverla acabadamente. En esta dirección, la problemática ha adquirido una dimensión tal que no sólo se ha comenzado a cuestionar el rol de las instituciones comunitarias, sino también el accionar de los gobiernos nacionales y de los políticos, quienes en algunos casos han tenido que dejar el poder a raíz de los reclamos y el profundo malestar social que la misma crisis ha generado en la población europea, y hasta se ha llegado a poner en duda la supervivencia de la propia “identidad comunitaria” de la Unión Europea (UE).

La imposibilidad de arribar a una solución efectiva y concluyente a la crisis, ha socavado en última instancia aquella “identidad común” o “intereses compartidos” que han sido la génesis de la integración europea y que hoy una parte importante de los ciudadanos de la UE perciben como ajena, e incluso contraria a sus intereses inmediatos. Aquella que los jefes de

gobierno y los tomadores de decisión encuentran, por momentos, restrictiva y condicionante cuando se trata de brindar soluciones superadoras, eficaces, viables y equitativas para sus Estados.

De este modo, la crisis de la eurozona se ha transformado en una problemática cuyas consecuencias inmediatas están siendo vivenciadas por la comunidad europea en su conjunto y por la propia comunidad internacional como un constante desafío que es necesario enfrentar y resolver. En su punto más álgido, entre 2011-2012, la crisis de deuda soberana de los PIIGS hacía sentir sus efectos en mayor o en menor medida en diversas regiones del mundo, dado contexto internacional de economías altamente globalizadas e interrelacionadas. Emergía, así, una clara preocupación de los jefes de gobierno de las economías desarrolladas y de aquellas emergentes por mitigar dichos efectos, al tiempo que las tradicionales recetas puestas en práctica para estabilizar las economías de los países miembros de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) parecieran no ser lo suficientemente contundentes para detener los contagios y las dificultades financieras de aquellas economías fuertemente endeudadas.

En esta dirección, la crisis abre uno de los interrogantes más sustanciales en lo que respecta al rol de las instituciones comunitarias, puntalmente aquel que atañe al Banco Central Europeo (BCE) como órgano supranacional encargado el equilibrio macroeconómico del *Eurosistema* y de la UEM. De este modo, el presente trabajo tiene por objeto comprender ¿qué factores explican el rol y fundamentan la *policy* del BCE en la crisis de la zona del euro?

Estrechamente vinculado con lo anterior, y a la luz de los aportes de Kopf (2011), se sabe que el precio del riesgo soberano es un componente necesario de la estructura financiera de la UEM. Sin embargo, las primas de riesgo innecesariamente altas e inestables en bonos del

gobierno impiden una intermediación financiera eficaz dentro de la zona del euro, lo cual inhibe su recuperación económica (Kopf, 2011, p. 1). De este modo, se entiende que uno de los principales obstáculos a sortear a fin de detener los contagios y los problemas de iliquidez de las economías de los países de la eurozona es precisamente la necesidad de reducir las primas de riesgo. En este contexto, cobran relevancia los aportes de De Grauwe (2011a) quien sostiene que los gobiernos nacionales de una unión monetaria emiten deuda en una moneda “extranjera” sobre el cual no tienen ningún control. Como resultado, no pueden garantizar a los bonistas que tendrán la liquidez necesaria para pagar el bono a su vencimiento. La ausencia de tal garantía hace que los mercados de deuda soberana en una unión monetaria estén propensos a crisis de liquidez y sometidos a las fuerzas de contagio, muy similar a lo que ocurre en los sistemas bancarios que carecen de un prestamista de última instancia (De Grauwe, 2011a). En la UEM ese rol se le podría haber asignado al BCE.

En este sentido, se observa que la crisis de la eurozona pone en evidencia que el BCE no ha asumido dicho rol demostrado, por un lado, por el hecho que indirectamente dicha función ha sido encomendada al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y a los diversos programas creados *ad hoc* para mitigar la falta de liquidez de la economía de la periferia, y, por otro lado, por la constante defensa por parte de algunos Estados Miembros a la normativa vigente (escasamente cuestionada) derivada del propio Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE, que prohíbe expresamente al BCE comprar directamente a los gobiernos nacionales instrumentos de deuda.

Entendiendo que a la luz de los debates actuales se ha comenzado a pensar que es necesario ampliar las funciones del BCE y otorgarle el rol de prestamista de última instancia de los gobiernos como un paso hacia la solución de la crisis, cabe preguntarse, ¿qué factores

ideológicos, legal-institucionales y económicos explica el accionar del BCE en el Eurosistema?, para luego interrogarse sobre ¿cuál ha sido el rol del BCE en la crisis de la zona del euro? y abordar la *policy* reflexionando respecto a ¿cómo se la define y ejecuta? y ¿cuál fue el alcance de los programas *ad hoc* al suplir la ausencia de un prestamista de última instancia de los gobiernos?

Dada la situación actual, es cierto que tal como afirman Brunnermeier y Gersbach (2012) los gobiernos dudan sobre cómo resolver las dificultades financieras de los bancos, dejando en su lugar estructuras de banca frágiles (siendo este problema particularmente apremiante en la zona del euro), y en donde el BCE se encuentra ante un dilema: elegir entre cualquier inestabilidad financiera si el fracaso del Banco pusiera en peligro al propio sistema financiero, u otorgar préstamos de emergencia permanente con normas colaterales reducidas (Brunnermeier & Gersbach, 2012). En este punto cobrará relevancia el análisis de las intervenciones del BCE en distintas inestabilidades financieras, a fin de evaluar el comportamiento y las respuestas brindadas por la mencionada institución comunitaria a lo largo de las distintas fases de la crisis de la eurozona.

Estructura del trabajo

A los fines de abordar la temática en cuestión, el presente trabajo se estructurará del siguiente modo: el Capítulo I expondrá la metodología que será aplicada en el estudio de la referida problemática. En el Capítulo II analizará el contexto histórico y los paradigmas y doctrina dominantes tanto en las etapas previas como en las constitutivas de la UEM al momento de diseñar el BCE con el objeto de identificar las ideas predominantes que influyeron en el actual mandato del BCE. De este modo, en el Capítulo III se estará en condiciones de reflexionar sobre la materialización de dichas ideas en la normativa

comunitaria vigente e identificar el grado de flexibilidad y/o rigidez de las disposiciones del ordenamiento jurídico del BCE y del Eurosistema, con el objeto de dimensionar la factibilidad de la ampliación del rol de BCE como prestamista de última instancia en el mercado de las deudas soberanas. En el Capítulo IV se analizará el rol y la *policy* del BCE. Para tal fin, se abordará la intervención que dicha institución ejerció a través de los programas *ac hoc* creados para resolver las inestabilidades provocadas por la crisis. En este punto, se procurará demostrar cuáles son las ideas que fundamentaron los cursos de acción, la forma en que las mismas fueron institucionalizadas, canalizadas y materializadas al momento de brindar una respuesta a los desequilibrios económicos de los países de la periferia. En esencia, se abordará la puesta práctica de la *policy* a través del estudio de las intervenciones del BCE en la crisis que afectó a los PIIGS. Por último, en el Capítulo V se expondrán las conclusiones más relevantes que se desprenden de los argumentos desarrollados a lo largo del presente trabajo, y en base a éstos se sugerirían posibles cursos de acción necesarios para superar a la problemática en cuestión.

Relevancia del Estudio

La necesidad de llevar a cabo un estudio de esta naturaleza radica en el hecho que si bien los debates actuales sobre la temática apuntan a reconsiderar la posibilidad de ampliar las funciones del BCE, existe un notable vacío teórico y académico en lo que refiere al abordaje sistemático de la problemática que permita explicar las razones de fondo de la misma. Motivan el desarrollo de este estudio el hecho que para poder evaluar la factibilidad de otorgarle el rol de prestamista de última instancia al BCE, resulta importante y significativo poder comprender de un modo acabado cuáles son los fundamentos ideológicos, legales-

institucionales y económicos que explican el rol del BCE en la UEM, para luego avanzar en la reflexión las alternativas de reforma y la posibilidad de implementación de las mismas.

En este sentido, se puede decir que existen dos valores potenciales que se derivan del este estudio. En lo referente a la disciplina de las Relaciones Internacionales, este trabajo representa un aporte al constante desarrollo de conocimiento sistemático que apunta a brindar explicaciones sólidas de un fenómeno sin precedentes y tan complejo como la propia UEM. Por otro lado, desde una concepción más fáctica y de aplicabilidad, el estudio puede servir para pensar a futuro sobre la viabilidad de la ampliación del rol del BCE, los costos que pudieran derivarse de la misma, así como el impacto inmediato e mediato que el otorgamiento del rol de prestamista de última instancia pudiera tener en la eurozona y en la UE en su conjunto y, finalmente, la sostenibilidad de dicho rol.

CAPÍTULO I

El presente capítulo tiene por objeto exponer la metodología que se aplicará a lo largo del trabajo. Para tal fin, se desarrollarán en una primera instancia los niveles de análisis bajo los cuales se abordará la problemática señalada. Luego se presentarán las hipótesis y las relaciones causales que existen entre la variable dependiente y las independientes del objeto de estudio. Seguidamente, se procederá a delinear el marco teórico que guiará el estudio, para luego en base a este definir los conceptos que serán utilizados durante el análisis en cuestión, a fin de determinar su alcance e interpretación. Por último se presentará la operacionalización de las variables señaladas, describiendo las dimensiones e indicadores que las componen.

Planteo del problema

Se comprende que el *rol y la policy del BCE* son las variable dependientes del estudio, y que a fin de poder analizar los factores que determinan estas variables, será necesario abordar dicho objeto de estudio a través de tres niveles de análisis distintos enmarcados tanto los ámbitos: político, legal-institucional y económico-financiero. Estos niveles de análisis se corresponderán con lo que se denominará: *ideas y doctrinas*, *marco legal-institucional* y el *Eurosistema*, que constituyen ser las variables independientes del presente trabajo.

En este sentido, se analizarán las doctrinas e ideas presentes al momento de diseñar el Eurosistema a la luz de las decisiones y actuaciones de los principales protagonistas de la región, identificando en este punto cuáles fueron las coyunturas críticas dentro de las cuales se llevaron a cabo los procesos de tomas de decisión, las coaliciones dominantes y el modo en que se arriba y plasma el consenso en un acuerdo internacional. En lo que respecta al ámbito legal-institucional se pretenderá realizar un estudio sobre la normativa vigente y la legislación representada en los tratados de la eurozona que tendrán como objeto abordar el

modo en que las ideas y decisiones del ámbito político se encuentran reflejadas en la arquitectura institucional tanto del Eurosistema como del BCE, así como también identificar la flexibilidad o rigidez del marco normativo institucional, para luego, evaluar si es factible llevar a cabo una ampliación de las funciones del BCE. Por último, se investigará en un nivel económico y financiero cuál fue la actuación del BCE en la crisis de la zona del Euro, puntualmente en lo que refiere a su intervención en los rescates de deudas soberanas tras el estallido de la crisis en los países de la periferia. Para tal fin, será de utilidad analizar cuál fue la *policy* y el rol del BCE a partir de las intervenciones que dicha institución ejerció a través de dos de los programas creados *ad hoc*: Securities Markets Programme (SMP) y Outright Monetary Transactions (OMT). En este sentido, se tomarán como casos de análisis los PIIGS a fin de representar la evolución del tipo de respuesta del Banco a lo largo de la crisis.

Elementos del problema

En el presente apartado se expondrán las hipótesis y las relaciones causales que existen entre la variable dependiente y las independientes. En esta dirección, se entiende que: puesto que la preocupación fundamental de los Estados Miembro de la UE al momento de diseñar el rol que el BCE asumiría en la UEM era la de brindar una estabilización en nivel general de precios de las economías de los estados miembros, se consideró que la adjudicación de la función de prestamista de última a los gobiernos instancia inyectaría liquidez a las economías y por tanto desestabilizaría el nivel general de precios de las mismas.

De esta hipótesis central, la cual engloba la relación existente entre todas las variables del estudio en su conjunto, se puede decir que al considerar la importancia que tiene un BCE como órgano emisor de la moneda de denominación de la deuda, se observa un claro

reconocimiento de su condición latente para disminuir el riesgo de default soberano por iliquidez. Sin embargo, en lo que respecta a la función del BCE como prestamista de última instancia de los gobiernos, se identifica una marcada restricción derivada de las normas institucionales tanto de aquellas legisladas como de las que resultan de la propia auto-imposición del sistema. En palabras de De Grauwe (2011) “el BCE ha estado indudablemente influenciado por la teoría que la inflación debe ser la única preocupación de un banco central. El argumento popular en contra de un rol activo del BCE como prestamista de última instancia en el mercado de bonos soberanos es que esto induce la inflación. A través de la compra de bonos de gobierno, se dice que, el BCE aumenta el stock de dinero lo que conduce a un riesgo de inflación” (De Grauwe, 2011a, pp. 4-5).

Se observa de este modo que las variables independientes se encuentran estrechamente interrelacionadas mutuamente y en este sentido cabe preguntarse: i) ¿de qué modo las ideas y doctrinas predominantes en el contexto histórico-político anterior a la conclusión del Tratado de Maastricht influenciaron tanto el modo en el que fue pensado como el diseño del BCE?, ii) ¿cómo dichas ideas fueron incorporadas en el marco legal-institucional de la UE, y puntualmente en la UEM, a fin de regular el rol que asumiría el BCE en la arquitectura financiera comunitaria? Y ¿cuáles son las ventajas y desventajas que se desprenden de la legislatura vigente en lo atinente al funcionamiento del BCE como guardián de la estabilidad del sistema económico y financiero de la UEM? iii) ¿cuál ha sido la actuación del BCE en el mercado de las deudas soberanas, a la luz del mantenimiento de una política de independencia?, ¿cuál fue el alcance de los órganos y programas *ad hoc* al suplir la ausencia de un prestamista de última instancia de los gobiernos?, así como también ¿cuáles fueron los

debates que se sucedieron en torno a la posibilidad de ampliar las funciones del BCE y el rol de los principales actores involucrados en dicha discusión?

Marco teórico

Se entiende que dada la complejidad implícita en la temática en cuestión será necesario, para su efectivo abordaje, hacer uso de un marco teórico que combine una variedad de teorías y sistemas de pensamiento. De este modo, cada capítulo presentará en una primera instancia los lineamientos teóricos específicos que servirán de sustento para el desarrollo de los argumentos elaborados en cada apartado que componen el respectivo Capítulo. En líneas generales, el lector encontrará en el presente trabajo el desarrollo de teorías y conceptos provenientes de: i) las teorías derivadas de los estudios en Ciencias en lo que refiere al abordaje analítico de las “ideas”, de la “*policy*” y del proceso de toma de decisión, ii) de las Relaciones Internacionales en lo que respecta al rol de las Instituciones en los procesos de Integración y Cooperación entre los Estados, iii) de la historia del pensamiento económico a fin de comprender el contexto histórico y las coyunturas críticas bajo las cuales fue pensado y diseñado el BCE, iv) los aportes provenientes de las escuelas de pensamiento del Derecho Internacional Público en lo que respecta a la flexibilidad y rigidez de los acuerdos internacionales, así como también de aquellos derivados del propio derecho comunitario, con el propósito de comprender el entramado normativo del sistema financiero europeo tanto en lo que atiene a los condicionantes como a las potencialidades sobre los cuales sería necesario basarse para la reflexión en pos de mejorar la eficiencia del mismo, v) asimismo se expondrán doctrinas y teorías elaboradas en torno a la independencia y funciones de los Bancos Centrales que darán lugar a un análisis respecto al *trade-off* entre inflación y liquidez, con la finalidad de identificar la influencia de las mismas en diseño institucional del BCE,

también se considerarán vi) aportes provenientes de las ciencias económicas en lo que refiere al análisis del comportamiento de los mercados financieros y el impacto que tiene en la macroeconomía la un prestamista de última instancia.

Definición de conceptos y operacionalización de las variables

Considerando que el hecho que el *rol* y la *policy* del BCE se corresponden con la *variable dependiente* del estudio en cuestión, resulta trascendental exponer a continuación qué se entiende por *policy* y el modo en el que será analizado en el marco de la temática en cuestión. En líneas generales, y a decir de Beltrán (1987), se entiende que la *policy* es un curso definido de acción, deliberadamente adoptado perseguido para conseguir un determinado objetivo (Beltrán, 1987, p. 65).

En este sentido, Guerrero Orzoco (2000) plantea que una de las definiciones usuales sobre el concepto de *policy*, surge de los aportes de Thomas Dye quien la conceptualizó como “aquello que el gobierno opta por hacer o no hacer”. Sobre esta línea, Joan Subirats agrega que la actuación del gobierno es más que una mera decisión, y que por tanto es necesario analizar la acción estatal y el complejo de interacciones sociales. Así, la *policy* consiste en una serie de decisiones relacionadas en donde en primer lugar se reconoce la existencia de un problema y se decide que es necesario resolver y cómo hacerlo, lo que también puede resultar en que la decisión sea no hacer nada (Guerrero Orozco, 2000, p. 461).

Más específicamente, es necesario distinguir entre *policy* y decisión, en tanto que la primera refiere a un proceso efectivo de acción, mientras que las decisiones son elecciones entre distintas alternativas para atender a un problema o situación. De este modo, se entiende que las *policias* constituyen lo que el gobierno efectivamente hace y cuyos efectos se continúan en el tiempo. En breve, se puede decir que se entiende por *policy* a toda la actividad

gubernamental que forma parte de un proceso general dentro del cual están comprendidas las metas, la definición de la situación del caso y la determinación de los medios óptimos para efectuar la acción decidida (Guerrero Orozco, 2000, pp. 459-468).

A los fines del presente trabajo, se abordará el análisis de la *policy* siguiendo los lineamientos planteados Lassweell y Dunn , quienes definen al “análisis de la *policy* como la disciplina aplicada a las ciencias sociales que usa métodos múltiples de investigación y argumentación para producir y transformar la información relevante que pueda ser utilizadas [...] para resolver problemas”. Más aún, David Webber explica que dicho análisis es concebido como el examen sistemático, explícito y focalizado de las decisiones de gobierno y sus efectos en la sociedad. En esta línea, Charles Jones agrega que el análisis debe ser entendido como “la política del proceso de la *policy*” (Guerrero Orozco, 2000, p. 483).

Por lo expuesto, este trabajo abordará en el Capítulo IV la *policy* del BCE en la crisis del Euro, presentando, en una primera instancia, cómo es el proceso de toma de decisiones en dicha institución de acuerdo a lo regulado y normado en los Estatutos, procurando identificar quiénes son los órganos y actores relevantes que intervienen en dicho proceso, contemplando al mismo tiempo, en una segunda instancia, el modo en que dicho proceso “formal” se evidencia en la práctica y qué grado de intervención e incidencia tienen actores externos al proceso institucionalizado. Cabe señalar que el análisis empírico que se desarrollará a través de la selección de una serie de casos en los que el BCE ha intervenido a través de diversos programas y órganos *ad hoc*, y tiene por objeto demostrar: por un lado, la necesidad apremiante de contar con un prestamista de última instancia; y por otro lado, evidenciar el modo en que en la práctica, ante determinadas excepcionalidades, aquellos factores identificados como determinantes del comportamiento y de la *policy* del BCE, se

vuelven secundarios y hasta obstaculizan el accionar de dicha institución al momento brindar una solución efectiva y sostenible a la crisis.

En lo que respecta al *rol* del BCE, el presente trabajo entenderá que el mismo estará definido en el marco de las intervenciones en materia financiera que el Banco ha realizado a lo largo de las distintas fases de la crisis de deuda soberana de la zona del euro. Se considerarán las actuaciones del BCE en segundos mercados a través del SMP y del OMT así como también la inacción ante determinadas situaciones.

Por lo que refiere al “*prestamista de última instancia*” Campos (2008) reconoce el origen del concepto en los aportes efectuados por Thornton a inicios del siglo XIX y por Bagehot durante el pánico de 1873. Este último formuló un conjunto de principios (la Doctrina Bagehot) que en líneas generales han guiado el accionar de los bancos centrales en su carácter de prestamistas de última instancia desde la Gran Depresión: i) manifestar una clara disposición a prestar asistencia con liberalidad a las instituciones “correctas”; ii) hacerlo cuando se presenten problemas de iliquidez pero no de solvencia; iii) efectuar la asistencia contra un “sólido” colateral y iv) tornar bien oneroso dicho auxilio para evitar financiar desequilibrios corrientes. Sin embargo, y continuando con los aportes del mencionado autor, estos vínculos entre iliquidez e insolvencia potencial se han vuelto, mucho más estrechos en las actuales circunstancias (Campos, 2008, pp. 13-14).

Así pues, y tal como argumenta De Grauwe (2011) el estallido de una crisis de deuda soberana es muy a menudo una combinación de problemas de liquidez y solvencia. La crisis de liquidez eleva la tasa de interés sobre la deuda emitida por los gobiernos y por lo tanto, se degeneran rápidamente en problemas de solvencia. Los problemas de solvencia a menudo conducen a la crisis de liquidez que intensifican el problema de solvencia. Por tanto, es fácil

decir que el banco central sólo debe proporcionar liquidez a los gobiernos o los bancos que son ilíquidos pero solventes. Es más a menudo muy difícil de poner en práctica esta doctrina. (De Grauwe, 2011a, p. 10).

En el marco de la crisis de la eurozona, y continuando con los aportes de De Grauwe (2011) el BCE debería ser el prestamista de última instancia en el mercado de bonos de los gobiernos de la Unión Monetaria, como es el caso de los bancos centrales de los países que emiten deuda en sus propias monedas. Esto es necesario para impedir que los países sean empujados hacia “malos equilibrios” por los temores a profecías auto-cumplidas de crisis de liquidez en una unión monetaria. Así el autor agrega que los mercados de deuda pública en una unión monetaria tienen la misma estructura que la del sistema bancario. Cuando surgen problemas de solvencia en un país, los tenedores de bonos, temiendo lo peor, venden bonos en otros mercados de bonos. Esto desencadena una crisis de liquidez en otros mercados, sólo porque existe el temor de que el dinero pueda no estar disponible para pagar a los tenedores de bonos. Pero esta actividad de venta conduce a un aumento en las tasas de los bonos del gobierno y convierte a la crisis de liquidez a una crisis de solvencia. La existencia una tasa lo suficientemente alta de interés que hará que cualquier país sea insolvente. El rasgo característico de esta dinámica es que la desconfianza puede empujar a un país en un auto-cumplimiento de camino a un mal equilibrio. Esta última se caracteriza por altas tasas de interés, fuerzas de recesión, el aumento de los problemas presupuestarios, y un aumento de la probabilidad de insolvencia. En un “mal equilibrio” también es probable que los bancos nacionales tengan problemas de financiación que se pueden degenerar en problemas de solvencia (De Grauwe, 2011: 3).

Se comprende de este modo, que la función de prestamista de última instancia de los gobiernos sirve como garante para brindar credibilidad a los tenedores de bonos, reducir la incertidumbre y el riesgo de default. En suma, en este contexto se entenderá que, el prestamista en última instancia es aquella institución que tiene capacidades, facultades y se encuentra ajeno de restricciones para adquirir deudas gubernamentales y a su vez proveer y responder a la necesidad de liquidez en moneda internacional a las economías de la eurozona.

Por lo que refiere a las ideas y doctrina como *variable independiente* del estudio, cabe señalar que el presente estudio comprenderá tanto las ideas y doctrinas predominantes en el momento previo a la conclusión del Tratado de Maastricht. Así, tal como sostiene McNamara (1998) se puede decir que la formulación de políticas sobre temas de integración monetaria europea es un proceso altamente aislado, que se producen a nivel de las élites gubernamentales o nacionales y sus homólogos de la Comisión Europea en Bruselas. Para explicar la evolución de la integración monetaria europea, hay que recurrir a los líderes de gobierno y sus creencias acerca de la estrategia macroeconómica (McNamara, 1998, p. 42).

Es de este modo, que al analizar las ideas y las doctrinas presentes en las etapas previas a la conclusión del tratado de Maastricht, cobran relevancia los argumentos planteados por Goldstein y Keohane (1993) quienes afirman que tanto las ideas como las doctrinas serán entendidas como creencias sostenidas por los individuos que ayudan a explicar los resultados en la política. En esta dirección, los autores sostienen que las ideas influyen en la política cuando las creencias casuales o principios que las mismas encarnan proporcionan “mapas mentales” que aumentan la claridad de actores sobre los objetivos o la relación entre medios y fines, cuando afectan a los resultados de una situación estratégica en la que no existe un

equilibrio único, y se incrustan en las instituciones políticas (Goldstein & Keohane, 1993, p. 3).

Estrechamente vinculado con lo anterior, es necesario definir qué se entiende por marco *legal-institucional* como segunda variable independiente del objeto de estudio, y que en gran medida refleja los resultados y el consenso que a nivel político se arribó en pos de la materialización de las ideas en las instituciones que el Tratado de Maastricht prevé. En este sentido cobran importancia los aportes derivados del concepto de legalización propuesto por Abbott (et al. 2000) quienes sostienen que la legalización es una forma particular de institucionalización caracterizada por tres componentes, a saber: la obligación, la precisión y la delegación. La obligación implica que los Estados u otros actores están vinculados legalmente por reglas o compromisos que influyen en su comportamiento en tanto que dichas normas y procedimientos generales funcionan como un escrutinio constante del accionar de estos sujetos. La precisión significa que las reglas definen claramente la conducta requerida, autorizada o proscripta para los estados parte. Por último, la delegación refiere a la existencia de un tercero al cual los estados le han otorgado autoridad para aplicar, interpretar y hacer cumplir las reglas; para resolver los conflictos; y (posiblemente) para elaborar más las reglas. En esta dirección, los autores argumentan que cada una de las dimensiones pueden adquirir diversos grados de rigidez o flexibilidad dando lugar a una forma específica de acuerdo, añadiendo que dicha variación estará en gran medida influenciada por las presiones políticas y las normas informales (Abbott et. al., 2000, pp. 401-402).

Por último cobra importancia, conceptualizar qué se entiende por *Eurosistema* que constituye ser la tercer variable independiente de estudio. En esta dirección, se puede decir que la estructura institucional de la UEM prevista en el Tratado de Maastricht establece la

creación de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y un Banco Central Europeo (BCE), quienes actúan dentro de los límites de las atribuciones que les confiere dicho instrumento así como también dentro de lo que disponen los Estatutos del SEBC (art. 4a Tratado de Maastricht). Por su parte el Euro-sistema está integrado por el BCE y los Bancos Nacionales de los miembros de la eurozona. De este modo, se entiende que dichos organismos representan una estructura organizacional estable y un aparato administrativo concreto, facilitando la centralización y la coordinación de las actividades colectivas de los miembros de la eurozona.

Asimismo, es pertinente señalar que tal como afirma Scheller (2006) en su texto, la pertenencia al SEBC implica diversos grados de cooperación activa con el Eurosistema en distintas áreas destacándose “El Mecanismo de Tipos de Cambio II” que constituye un marco de cooperación con el Eurosistema en materia de política monetaria y de tipos de cambio. El autor agrega, que el reparto efectivo de la mayor parte de las actividades del Eurosistema se ha inspirado en el principio de descentralización, es decir que en la medida en que se estime posible y apropiado, el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del Eurosistema (Scheller, 2006, pp. 50-56). En el marco del presente estudio, será particularmente relevante analizar el modo en que se ejerce desde la práctica de dichos organismo el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero y los recursos utilizados para lograrlo.

A continuación, y a los fines de exponer de un modo claro y preciso la operacionalización de las distintas variables hasta aquí definidas, se procederá a presentar en el siguiente cuadro la forma en la cual las mismas van a ser analizadas, dimensionadas y medidas en el presente trabajo de investigación.

Variable	Dimensión	Indicador
Prestamista en última instancia	Deudas soberanas Deudas de Bancos	Compra de instrumentos de deuda de gobierno Esterilización de la deuda Compra de títulos y bonos de bancos
Ideas/Doctrinas	Sistema de creencias Mapas Mentales	Discursos Acuerdos preliminares
Legal-Institucional	Obligación Precisión Delegación	Tratados Instrumentos jurídicos
Eurosistema	BCE Bancos Nacionales	Operaciones de mercado abierto Tipo de cambio Inflación

Del cuadro anterior se entiende que en lo que respecta a la operacionalización de la variable *ideas/doctrinas* se procederá a conocer cuáles fueron los sistemas de creencias y los mapas mentales de los representantes de la coalición dominantes en las etapas previas a la conclusión del Tratado de Maastricht a la luz del análisis de los argumentos expuestos en los discursos y acuerdos preliminares a la constitución de la UEM. Así se pretenderá identificar

aquellos conceptos que luego fueron incluidos en el texto del Tratado, y que se derivan de las principales doctrinas y paradigmas económicos vigentes al momento en que los tomadores de decisión diseñaron y pensaron las funciones del BCE. Por otro lado, en lo que refiere al marco *legal-institucional* se procederá a realizar un análisis de los principales tratados que configuran el entramado institucional del sistema económico y financiero de la UE, con el objeto de identificar el modo en que fueron plasmadas las ideas y doctrinas, así como también con la finalidad de determinar el grado de rigidez y flexibilidad del ordenamiento jurídico haciendo uso de las dimensiones de obligación, precisión y delegación y determinar en qué medida dichas dimensiones asumen una tipología de alta o baja legalización. En cuanto al *Eurosistema*, se procederá a analizar el funcionamiento del mismo y el entramado de relaciones que pueden ser observadas entre el BCE y los Bancos Nacionales de la zona del euro, a la luz del manejo y la gestión tanto de la política cambiaria como de las operaciones de mercado abierto. En este nivel de análisis se persigue el objetivo de brindar al lector de un modo descriptivo, cómo se efectivizan las prácticas y funciones contempladas en el entramado legal-institucional del Eurosistema a fin de mantener el nivel general de precios y la estabilidad del mismo. Para lo cual será de utilidad comprender cómo funciona el proceso de toma de decisión y el grado en que dicho proceso opera en la práctica.

Finalmente en lo que atañe a la operacionalización de la variable dependiente de *prestamista de última instancia* se analizarán tanto las dimensiones correspondientes a las deudas soberanas de los PIIGS y a la del sistema de bancos con el fin de comprender el modo en que el BCE se desempeña en las operaciones de mercado abierto en concordancia con las facultades y limitaciones previstas en el marco legal-institucional. Se entiende que dicha

variable es dicotómica, en tanto que asume el valor de ser o no prestamista de última instancia dependiendo de la dimensión que se esté analizando.

Metodología

En el presente estudio de caso, tendrá una delimitación temporal correspondiente al período comprendido entre las etapas previas a la conclusión del tratado de Maastricht y diciembre de 2015, haciendo especial hincapié en los inicios y finales de dicho período. A tales fines en lo que respecta a la recolección de datos serán utilizadas la combinación tanto de fuentes primarias como secundarias. Por lo que refiere a las primeras, se analizarán datos e información recopilados de los discursos y declaraciones de los principales referentes que participaron en el proceso de previo a la conclusión del Tratado de Maastricht, informes y acuerdos preliminares a dicho Tratado, asimismo se analizará el propio Tratado de Maastricht y el Estatuto del Sistema de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. Para el abordaje de la *policy* del BCE será de utilidad la sistematización indicadores financieros desarrollados en el apartado anterior, en base datos publicados sobre de la compra de deudas soberanas de los PIIGS, así como el análisis de la evolución de la tasa de interés y las relaciones de deuda pública y PBI de dichos países. Asimismo, las fuentes secundarias se corresponderán con la utilización de documentos, artículos y literatura existente que faciliten, guíen y orienten el desarrollo de la temática en cuestión.

CAPÍTULO II

El presente capítulo tiene por objeto identificar las doctrinas e ideas dominantes al momento de diseñar el BCE, a la luz de las decisiones y cursos de acción que siguieron los principales protagonistas durante las fases constitutivas de la UEM, al tiempo que se pretende contextualizar las coyunturas críticas dentro de las cuales se llevaron a cabo los procesos de tomas de decisión y el modo en que las coaliciones dominantes actuaron a fin de lograr el consenso necesario para materializar dicho acervo ideológico en el Tratado de Maastricht. La importancia de este análisis radica en el hecho que permite comprender de un modo acabado el grado de injerencia que tanto los mapas mentales de los tomadores de decisión como las creencias dominantes en ese momento, tuvieron en la configuración y diseño del entramado institucional de la UEM, y más específicamente del BCE.

Para tal fin, será necesario en una primera instancia presentar el marco teórico que guiará el análisis del presente capítulo para luego abordar en función de estos lineamientos, el contexto histórico bajo el cual se enmarcan los cursos de acción del diseño institucional de la UEM y su materialización en el Tratado de Maastricht y, por tanto, su influencia en el mandato otorgado al BCE. Asimismo, tal como se señaló, el presente apartado servirá como referencia para los restantes capítulos, en tanto que las reflexiones que de éste se deriven, serán retomadas al momento de interpretar determinados argumentos y aportes que se desprendan del análisis de las restantes variables del objeto de estudio. Se observa de este modo, que los capítulos que componen este trabajo de investigación estarán en constante diálogo, a fin de presentar un análisis integral del rol y *policy* del BCE en la crisis del euro.

En este sentido serán de utilidad los aportes de, J. Goldstein y R. Keohane (1993) y de J. Campbell en lo que refiere al marco teórico para abordar el modo en que las ideas y las

creencias se vinculan con las instituciones; así como también los lineamientos expuestos por Helleirner y Roy, Kathleen McNamara, Martín de la Guardia y Pérez Sánchez y Mongelli, entre otros para analizar el contexto histórico así como las doctrinarias e ideológicas predominantes en las etapas bajo cuales se llevó a cabo el proceso de integración de los miembros de la UEM, puntalmente en lo que respecta a los aspectos económicos y financieros de dicha integración.

Por lo que refiere a las ideas, y el modo en que éstas explican los resultados en la arena política, tal como afirman Goldstein y Keohane (1993), se entiende por ideas aquellas creencias sostenidas por los individuos que influyen en la política cuando los principios o las creencias causales que dichas ideas encarnan sirven para proporcionar mapas de ruta que intervienen al momento de aumentar la claridad de los actores sobre los objetivos o sobre la relación entre medios y fines, cuando afectan los resultados de situaciones estratégicas en que la que no existe un equilibrio único, y cuando se enraízan en las instituciones política. En este sentido, los autores afirman que tanto las ideas como los intereses tienen un peso causal en las explicaciones de las acciones del ser humano, motivo por el cual proponen realizar un abordaje analítico que explique el rol de las ideas en la política exterior desde los efectos, y no su fuente. De este modo, los autores distinguen tres tipos de creencias: aquellas que refieren la visión del mundo, los principios-creencias y los mapas causales (Goldstein & Keohane, 1993, pp. 3-8).

Los aportes de los citados autores, cobran relevancia en este estudio, en tanto que permiten explicar el modo en que determinadas ideas y creencias influyeron al momento de diseñar el entramado institucional de la UEM. En tal sentido, el concepto de “ideas” que será utilizado a lo largo de este trabajo estará en concordancia con los lineamientos propuestos por

Goldstein & Keohane (1993) focalizando el análisis desde los efectos observables en la realidad, y no desde una perspectiva en donde el individuo y su proceso de toma de decisión sean el centro del análisis en cuestión.¹ Dado que las creencias no son observables directamente, y que sólo se observan las afirmaciones sobre esas creencias así como las acciones presumiblemente basadas en esas creencias, los autores proponen un método de investigación que involucra cuidadosos intentos de inferencia descriptiva y causal. Así, proponen realizar en una primera instancia una inferencia probatoria de los hechos observables atribuyendo probabilidades a esas inferencias. En una segunda instancia, se lleva a cabo una inferencia descriptiva que en el caso del estudio de las ideas involucra tanto la distinción entre los aspectos aleatorios y sistemáticos de del comportamiento y la evaluación de la medida en que el reporte y el comportamiento observado reflejan las creencias. Lo anterior implica analizar en términos contra-fácticos. (Goldstein & Keohane, 1993, p. 27-28).

Por tanto, el enfoque aquí utilizado tendrá como finalidad a través del análisis de distintas fuentes que documentan y registran los momentos previos a la firma del Tratado de Maastricht así como el Tratado en sí mismo, identificar aquellas visiones de mundo, principios-creencias y mapas causales que sirvieron de fundamento en la creación de la UEM. Esto permitirá comprender la dimensión político-ideológica que sustenta el accionar del BCE, y que a su vez será de utilidad al momento de explicar la *policy* de dicha institución en la crisis de la zona del euro. Más aún, y estrecha vinculación con lo expuesto, Goldstein y Keohane (1993) señalan que al abordar el impacto de las ideas en la *policy*, la inferencia

¹ A decir de los autores la clave del problema está en que al analizar el rol de las ideas, es necesario interpretar qué está en la cabeza de los tomadores de decisión, por lo que este tipo de estudios presentan un gran número de dificultades metodológicas (Goldstein & Keohane, 1993, p. 27).

causal puede ser utilizada para establecer co-variaciones entre las ideas y los resultados o cómo las ideas se vinculan con la *policy* (Goldstein & Keohane, 1993, p. 29).

En esta dirección, y retomando los aportes de Goldstein & Keohane (1993) se entenderá como “visión del mundo” a la primer categoría de ideas que define un universo de posibilidades de acción que se encuentran embebidas en el simbolismo de la cultura y afecta en profundidad los modos de pensar y el discurso. Así, se puede decir que las “visiones del mundo” se encuentran entrelazadas con las concepciones de las personas y su propia identidad, evocando profundas emociones y lealtades (Goldstein & Keohane, 1993, p. 8). Esta categoría permitirá explicar los fundamentos más básicos que sustentan la creación de la UEM, entendiendo que sirven para abordar “la identidad comunitaria”.

Por otro lado, y en relación con la segunda categoría de las ideas, cabe señalar que los principios-creencias serán entendidos en este trabajo, siguiendo los aportes de Goldstein y Keohane (1993), como ideas normativas que especifican criterios que permiten distinguir lo correcto de lo incorrecto y lo justo de lo injusto (Goldstein & Keohane, 1993, p. 9). Por tanto, esta categoría será de utilidad al momento de analizar las normas del derecho comunitario de la UEM que se presenta en el capítulo siguiente y desarrolla la dimensión legal-institucional del objeto de estudio.

A su vez, la tercer categoría de ideas tiene relación con las creencias causales que son entendidas como aquellas que refieren a las relaciones causa-efecto y cuya autoridad se deriva del consenso compartido por parte reconocidas élites. Tales creencias proporcionan guías para los individuos e implican estrategias para el logro de objetivos. Bajo tales condiciones, la eficacia de la acción individual depende del apoyo de otros y, por lo tanto, de la existencia de un conjunto de creencias compartidas, valoradas y comprensibles sólo dentro

del contexto de visiones del mundo más amplias (Goldstein & Keohane, 1993, p. 10). Esta categoría permitirá abordar de forma complementaria con la categoría anterior, el modo en que se materializa el rol de BCE en el Tratado de Maastricht, haciendo énfasis en cuál es el efecto que se quiere lograr en las región a raíz del accionar de dicha institución, y el fundamento de ese rol a luz de las creencias compartidas y de los consensos alcanzados por las elites dominantes al momento de la negociación del Tratado.

En esta dirección, es preciso destacar que tal como afirman Goldstein y Keohane (1993) en la realidad los tres aspectos de las ideas están interrelacionados. La división es simplemente a los fines analíticos que permite realizar una distinción entre aquellas ideas que desarrollan o justifican compromisos de valores de aquellas que simplemente proporcionan orientación sobre cómo lograr y/o alcanzar objetivos preferidos. Así, se entiende que las ideas importan como resultado de un sistema de múltiples interacciones de causa de las cuales ellas son parte (Goldstein & Keohane, 1993, p. 11; 27).

Es pertinente aclarar que lejos de caer en el error tradicional de asumir una conexión causal entre las ideas sostenidas por los decisores políticos y las elecciones políticas llevada a cabo, el presente estudio reconoce que las ideas están presentes en la discusión política como condición del discurso razonado. Sin embargo, es necesario entender que cuando se trabaja en las ideas y la *policy*, la determinación de la existencia de creencias particulares no sirve como sustituto para el establecimiento de los efectos de éstas en la política. Bajo este enfoque, y en línea con lo planteado por los mencionados autores, se pretende realizar un análisis que permita no sólo identificar y describir un conjunto de ideas existentes sino también resaltar aquellos resultados de la política o cambios institucionales que pretenden ser explicados. En este sentido, se entiende que es necesario proporcionar pruebas y evidencias acerca de las

condiciones bajo las cuales existen conexiones causales entre las ideas y los resultados preferidos de la política (Goldstein & Keohane, 1993, p. 11). A partir de este enfoque, el análisis ideacional deja de lado las cuestiones netamente individuales y motivacionales propias de las teorías y explicaciones derivadas de la escuela racionalista, para dar lugar a un análisis en donde las ideas son puestas al servicio de un resultado en ausencia de un equilibrio único. De este modo, las ideas sirven como puntos focales y aglutinantes a través de los cuales se facilita la cohesión de determinados grupos en tanto permiten significar los cursos de acción a seguir para alcanzar un objetivo deseado y ser un referente al momento de crear estrategias que permita a los actores no sólo delinear soluciones sino también incorporar dichas ideas en instituciones (Goldstein & Keohane, 1993, p. 12-14).

Las ideas influyen en la política a través de su incorporación en los términos del debate político, aunque el impacto de ese conjunto de ideas puede estar mediado por el accionar de las instituciones en donde dichas ideas están arraigadas. Una vez que las ideas han influido en el diseño organizacional, su influencia se reflejará en los incentivos que tienen algunos en la institución y en los intereses de aquellos a los cuales ésta sirve. A esto se agrega que si bien las instituciones pueden mediar entre las ideas y los resultados políticos, y que esta institucionalización puede reflejar el poder de alguna idea en particular, su existencia también reflejará los intereses del más poderoso (Goldstein & Keohane, 1993, p. 20-21).

En suma, se puede decir que las ideas que se institucionalizan, tiene un rol en la generación de reglas y vinculación de temas. Más aun, cuando se requieren fundamentos de acción, las ideas se vuelven importantes, en tanto significan las decisiones. De este modo se observa que las creencias incorporadas en las doctrinas legales demuestran cómo la demanda de razones o fundamentos pueden mejorar el impacto de las ideas sobre la política,

expandiéndolas más allá de las áreas originalmente contempladas por los formuladores de políticas (Goldstein & Keohane, 1993, p. 23-24).

Los lineamientos hasta aquí expuestos, tal como se señaló, ayudarán a entender la importancia de las ideas al momento de analizar los resultados de la aplicación de una determinada política. En este sentido, cuando se aborde en el capítulo IV del presente trabajo la intervención del BCE en la crisis de deuda de los países de la eurozona, no sólo se estará analizando la implementación y aplicación de una determinada política sino también se podrá echar luz sobre las ideas que fundamentaron tal decisión y la forma en que las mismas fueron institucionalizadas, canalizadas y materializadas al momento de brindar una respuesta a la mencionada crisis.

En tal sentido, cobran relevancia los aportes de Campbell (2002) quien afirma que cuando lo que interesa es entender cómo las ideas mismas afectan la formulación de políticas, un enfoque fructífero es centrarse en la naturaleza del discurso político. Así, bajo este enfoque se pretende identificar cómo los paradigmas y marcos normativos que residen en el contexto de los episodios de formulación de políticas y de los cuales los responsables de la elaboración de políticas a menudo no son conscientes, limitan la formulación de políticas. Para ello, es necesario explorar cómo la estructura del discurso político y el lenguaje moldean el modo en que las ideas son comunicadas y puestas en práctica. En este sentido, son de utilidad los enfoques cualitativos que enfatizan la descripción histórica de fondo y la forma en que los procesos se van sucediendo hasta materializar las ideas en políticas. Estos estudios se centran en realizar un análisis detallado de documentos de política y debates para determinar, por ejemplo, cómo los responsables de la formulación de políticas definen los problemas y las crisis en función de sus presupuestos normativos y cognitivos, o bien, identificar el grado en

que las nuevas ideas políticas se combinan con dichos presupuestos para facilitar la ejecución de la *policy* ante diferentes contextos bajo los cuales son formuladas. Como resultado, se observa que el grado en que las estructuras discursivas influyen en la política está en función de cuánto se asemeje una iniciativa de política al nuevo ideal sobre el cual se basa, o a los antiguos principios de política vigentes (Campbell, 2002, pp. 31-32).

Así, una forma de explicar cómo las ideas afectan la formulación de políticas es trazar a través de un proceso cuidadoso cómo determinados actores llevaron ciertas ideas a la discusión de la formulación de políticas y las usaron con eficacia. Claro está que los actores no operan en el vacío, en tanto que las instituciones influyen en el grado en que las nuevas ideas de política pueden acceder a los ámbitos políticos (Campbell, 2002, p. 31).

En suma, y en palabras de Campbell (2002), se puede decir que las ideas ejercen efectos a largo plazo en la formulación de políticas, al estar incorporadas en la ley e institucionalizadas en las burocracias, en los procedimientos y programas administrativos. Cuando las ideas programáticas y paradigmáticas se institucionalizan de esta forma, generan grupos que las defienden *a posteriori* cada vez que son atacadas. En consecuencia, las ideas institucionalizadas ayudan a entender la estabilidad prolongada o la naturaleza dependiente del camino de las políticas públicas (Campbell, 2002, p. 31).

Contexto histórico y coyunturas críticas bajo las cuales se comienza a pensar en la institucionalización de un Banco Central comunitario

Tomando como referencia los lineamientos hasta aquí expuestos, en el presente apartado se procederá a explicar el contexto histórico bajo cuál se comenzó a pensar la institucionalización del BCE, con el objeto de identificar cuáles fueron los procesos que se sucedieron en la toma de decisión y que resultaron en el advenimiento de la creación de una

institución supranacional que tendría como rol fundamental la conducción de la política monetaria de la eurozona. El entramado histórico, así como la identificación de los principales actores y su influencia en el proceso de creación del BCE, resultan de particular relevancia al momento de comprender los fundamentos y las coyunturas las bajo las cuales se decide materializar determinadas ideas en el Tratado de Maastricht en desmedro de otras.

Cabe aclarar que a los fines del presente trabajo, se expondrán los acontecimientos más relevantes del proceso de la integración Europea, procurando resaltar aquellos fundamentos ideacionales más sobresalientes de dicho proceso que sirvan para explicar en líneas generales el camino que los tomadores de decisión recorrieron hasta materializar en un tratado el rol que se le adjudicaría al BCE. En este sentido, y entendiendo que el proceso de construcción de la UEM es complejo y extenso, excede las posibilidades y fines de este trabajo abordarlo en su totalidad. Por tanto, serán explicados y analizados aquellos acontecimientos que a criterio del investigador fueron identificados como relevantes al momento de reproducir aquellas coyunturas críticas bajo las cuales fueron puestas a prueba las ideas y creencias de los tomadores de decisión involucrados en el debate del Tratado de Maastricht.

De este modo, es preciso destacar que tal como afirma McNamara (1998) desde sus orígenes la integración europea fue el resultado del esfuerzo consiente por parte de los políticos de alcanzar la paz luego de los estragos de las dos Guerras Mundiales. Así, la autora afirma que tras el colapso de la Unión Soviética, la profundización de la integración que se materializaría en el Tratado de Maastricht, era vista por muchos de los signatarios como un modo de salvaguardar la cohesión de Europa Occidental. En este marco general, la Integración Monetaria encaja perfectamente, pues la idea de una moneda única europea traía implícito un potencial único para proporcionar no sólo un potente motor sino también un

símbolo para la integración política. Por otra parte, una moneda única permitiría a Europa tener un mayor peso en las negociaciones económicas internacionales, argumentos mencionados en reiteradas ocasiones durante entrevistas privadas que McNamara realizó con funcionarios del Gobierno francés y de las Comisiones Europeas, para quienes la noción de Europa como actor en el mundo era particularmente importante (McNamara, 1998, p. 166).

Siguiendo esta línea de análisis, cabe señalar que resultaron ser igualmente importante para acordar una UEM dos factores que dieron forma a la cooperación durante la vigencia del Sistema Monetario Europeo (SME): 1) el incremento de la restricción a la movilidad del capital internacional y 2) el consenso neoliberal en la política monetaria, o lo que se dio a conocer como “consenso del liberalismo competitivo”. Estos dos factores encuentran su arraigo en un contexto histórico que se remonta indefectiblemente a las lecciones aprendidas por parte de los estados miembros de la Unión Europea tras el colapso del sistema de Bretton Woods a inicios de los años 70, y por tanto, de los intentos fallidos por parte de los estados de Europa occidental de poder aplicar un régimen de tipo de cambio fijo; así como también de las repercusiones que trajo aparejada la crisis del petróleo en las economías de dichos Estados.

En sentido, se puede decir que tal como expone Delivorias (2015), el 24 de abril de 1972, los gobernadores de los bancos centrales de la Comunidad Económica Europea concluyeron el Acuerdo de Basilea, creando un mecanismo denominado “Serpiente en el túnel” (o Snake por su nombre en inglés). Con arreglo a este mecanismo, las monedas de los Estados miembros podrían fluctuar (como una serpiente) dentro de límites estrechos frente al dólar (el túnel) y los bancos centrales podrían comprar y vender divisas europeas, siempre que se mantuvieran dentro del margen de fluctuación del 2,25%. Los participantes originales en el

mecanismo fueron Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo y los Países Bajos. Dinamarca, Noruega y el Reino Unido se unieron poco después. Sin embargo, la primera crisis del petróleo en 1973, así como el escaso cumplimiento y las frecuentes desviaciones del régimen por parte de los Estados miembros, condujeron al fracaso del mecanismo de "Snake". No obstante, el impulso construido durante la década anterior sobrevivió, y continuaron los esfuerzos para crear un área de estabilidad cambiaria. En 1977, el entonces Presidente de la Comisión Europea, Roy Jenkins, presentó una nueva propuesta de Unión Monetaria, pero fue recibida con escepticismo. Pasaron dos años, hasta que en marzo de 1979 se lanzó nueva propuesta más limitada que fue apoyada por el presidente francés Valéry Giscard d'Estaing, y el canciller alemán Helmut Schmidt, dicha propuesta crearía lo que sería el antecedente inmediato de la UEM: SME que contó con la participación de Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo y los Países Bajos (Delivorias, 2015, p. 3).

Se observa de este modo que, tal como afirman Martín de la Guardia & Pérez Sánchez (2001), a finales de los años setenta y sobre todo a principios de los ochenta se comenzó a reactivar de manera progresiva el proceso comunitario a través de varias iniciativas. Entre las más destacadas se encuentran: el "Informe de los tres Sabios", el Plan de Genscher-Colombo, la Declaración Solemne de Stuttgart, el proyecto Spinelli, que si bien ninguna de ellas produjo los resultados que sus respectivos impopulares esperaban, es preciso destacar que en conjunto constituyeron un claro signo del nuevo espíritu integrador de la época, reactivando el debate y aportando sugerencias que facilitarían el surgimiento del impulso necesario para materializar la primera gran reforma de los Tratados: el Acta Única Europea (Martín de la Guardia & Pérez Sánchez, 2001, pp. 107-108).

En esta dirección, es preciso señalar que previo a la firma del Acta Única Europea, el Consejo Europeo de Fontaineblau sentó las bases para un nuevo relanzamiento europeo anunciando la creación de dos comités conformados por representantes de los Jefes de Estado o de Gobierno, uno de los mencionados Comités se encargaría de trabajar sobre la imagen y la identidad de la Comunidad y el otro, precedido por James Dogge (antiguo ministro de Asuntos Exteriores de Irlanda) elaboraría las bases de una propuesta para mejorar el funcionamiento institucional. Así, en el marco del Consejo Europeo de Milán se presentó el informe Dogge, que a pesar de los votos en contra de Gran Bretaña, Grecia y Dinamarca, convocaba a una conferencia intergubernamental para reformar los Tratados. En este contexto, sobresale la figura del nuevo presidente de la Comisión, Jaques Delors, quien impulsaría las negociaciones para la conclusión del Acta Única Europea (AUE) (Martín de la Guardia & Pérez Sánchez, 2001, p. 108).

La importancia que adquiere la AUE como antecedente al Tratado de Maastricht, radica en el hecho que dicho instrumento al incrementar las competencias del Parlamento contribuyó a aliviar el déficit democrático que sufría la Unión, al tiempo que mejoró en gran medida el funcionamiento institucional relegando finalmente el compromiso de Luxemburgo (en tanto que establecía que las medidas armonizadas que tuvieran como objeto el establecimiento de un mercado interno podrían adoptarse en el Consejo por mayoría cualificada), y también sirvió como medio para que en los sucesivos años se formalizaran los diversos actos que crearían un mercado europeo. En este sentido, se entiende que la particularidad del AUE radicó en el hecho que fue el primer texto de derecho originario que reconoció expresamente el objetivo de crear una Unión Europea. Más específicamente, se puede decir que el impulso que el AUE dio al mercado interior, volvió a poner sobre la mesa

el objetivo de realizar una Unión Económica Monetaria que concluyera en un mercado único (Martín de la Guardia & Pérez Sánchez, 2001, pp. 109-112).

Cuando a mediados de 1988 se consagra definitivamente la libre circulación de capitales, a través de la directiva 88/99, se hacía cada vez más evidente la dificultad de mantener un mecanismo como el SME, dando lugar a un escenario en el que se comienza a pensar en la necesidad de crear una moneda única que suprimiese definitivamente las oscilaciones cambiarias. A decir de Martín de la Guardia y Pérez Sánchez (2001) este gran paso de la integración económica tenía que ir también acompañado de un paso trascendental que implicaba una integración política, haciendo necesaria una mejora en el funcionamiento del sistema institucional que tendría que asumir nuevas competencias económicas y monetarias. Con este propósito, hacia mediados de 1988 se constituía un comité de expertos para estudiar y proponer etapas concretas para llevar a cabo la UEM. El comité, bajo la presidencia de Jacques Delors, estaba conformado por 12 gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países de la entonces Comunidad Europea y tres expertos independientes. Fruto de la labor del comité, surge el Informe Delors que proponía que la UEM se alcanzase en tres fases a fin de realizar una evolución medida aunque progresiva (Martín de la Guardia & Pérez Sánchez, 2001, pp. 112-113).

Cabe agregar, que en lo que refiere al contexto histórico dentro del cual se comienza a pensar la institucionalización del BCE, la AUE no fue el único motor que impulsó la reforma. Unos meses más tarde de la celebración del Consejo Europeo en Madrid en 1989, se produciría la caída del muro de Berlín, lo que traería aparejado una gran transformación geopolítica en Europa. De este modo, el fin de la guerra fría y el surgimiento de nuevas democracias en la parte Oriental de Europa, hacían necesario que la integración avanzara

decididamente hacia la construcción política de Europa. Así, tras la reunificación alemana, se volvía a poner otra vez en debate el papel y el nuevo peso de Alemania. A éste nuevo desafío de *más Alemania* la Comunidad Europea respondía con una propuesta de *más Europa*, por lo que se decidió que la reforma que se estaba llevando a cabo no se limitara al ámbito económico sino que abarcara también la Unión Política (Martín de la Guardia & Pérez Sánchez, 2001, p. 113).

Así, en diciembre de 1991, los Jefes de Estado o de Gobierno reunidos en Maastricht aprobaron el Tratado de la Unión Europea (TUE) declarando que estaban “resueltos a lograr el fortalecimiento y la convergencia de sus economías y a establecer una unión económica y monetaria, y en concordancia con las disposiciones del presente Tratado, una moneda única y estable” (Delivorias, 2015, p. 4).

Articuladamente con lo anterior, y en lo que refiere al recorrido que se trazó para alcanzar una UEM, cabe señalar que conforme a lo dispuesto en Informe Delors a lo largo de la Primer Fase, también conocida como fase preparatoria, los Estados miembros de la UE necesitaban, entre julio de 1990 y diciembre de 1993, implementar la primera de “las cuatro libertades”: la liberalización de los movimientos de capitales. El Tratado de Maastricht de 1992, que entró en vigor en noviembre de 1993, definió detalladamente objetivos concretos relativos a las tasas de inflación, las finanzas públicas, las tasas de interés y la estabilidad cambiaria. El TUE también fijó los “criterios de convergencia” o “criterios de Maastricht”, establecieron los requisitos económicos que debían respetar los países de la UE dispuestos a adoptar el euro (Lorca-Susino, 2009, p. 177).

Finalmente, y en cumplimiento de la Tercer Fase prevista en el Reporte Delors, el 1 de junio de 1998 el BCE se convertiría en la máxima autoridad monetaria conforme a lo

dispuesto en TUE el cual preveía la introducción de una política monetaria (artículo 3 bis), aplicada por un Banco Central único e independiente (artículo 4 A del), con la estabilidad de precios como objetivo primordial. Asimismo, el Tratado proporciona los fundamentos jurídicos para el establecimiento de una moneda única, el ECU (artículo 3 bis).

Hasta aquí se ha desarrollado el contexto histórico y las coyunturas críticas bajo las cuales surgió la necesidad de crear Banco Central para la UEM, en el capítulo siguiente se analizarán las normas contenidas en el Tratado Maastricht y el alcance e implicancias de las mismas en el rol y *policy* del BCE.

Ideas y doctrinas económico-financieras predominantes en la etapa constitutiva del BCE

“Una comprensión causal más profunda debe basarse en la interacción entre las cambiantes estructuras económicas internacionales y las ideas nacionales sobre la política monetaria que produjeron una redefinición de intereses entre los estados europeos” (McNamara, 1998, p. 123).²

Tomando como referencia el contexto histórico anteriormente presentado, y en línea con lo expuesto por McNamara (1998), resulta de utilidad comprender cuáles eran las ideas y doctrinas predominantes en las etapas previas a la institucionalización del BCE, y bajo las cuales los tomadores de decisión pensarían y diseñarían el referido Banco, entendiendo que existe una vinculación estrecha entre los paradigmas dominantes y los contextos históricos en los cuales se desarrollan. De este modo, se estará en condiciones de explicar cuál fue el fundamento de origen bajo el cual se le atribuyó un rol prioritario al BCE, que no contemplaba la posibilidad que dicha institución actuase como prestamista en última instancia para el caso de las deudas soberanas, función que para los pensadores del BCE hasta

² Traducción de elaboración propia

incluso resultaba contraria con los objetivos perseguidos por parte de los signatarios del Tratado Maastricht.

En esta dirección, cabe señalar que la experiencia de fracaso de la política macroeconómica en la década de 1970 y principios de 1980 cambió las opiniones de los responsables políticos en las grandes naciones de Europa acerca de los usos de la política monetaria. Para el caso de Italia y Francia, este fracaso los llevó a rechazar las estrategias keynesianas de reactivación para estimular el crecimiento y el empleo. Asimismo, la experiencia de la crisis en 1970 reforzó el compromiso de los países pequeños y de baja inflación de seguir la senda alemana y, a principios de los años ochenta, los impulsó a aplicar su propio conjunto de reformas políticas: austeridad fiscal y control de la inflación. En términos más generales, se puede decir que la crisis de los años setenta sentó las bases para el SME, poniendo en tela de juicio el poder de las políticas monetarias nacionales diseñadas para proteger la política interna frente a la cambiante economía global (McNamara, 1998, pp. 144-143).

En este contexto, cobrará relevancia el papel que el monetarismo ofreció como paradigma para explicar la economía y proporcionar instrumentos concretos para hacer frente a la crisis. Este paradigma saltó a la fama en los años 70 gracias a los trabajos de Milton Friedman, y de sus seguidores, quienes afirmaban que a través de este marco intelectual prefabricado se les proporcionaba a las autoridades una alternativa accesible para guiarlos en el abandono de keynesianismo. Puntualmente, el paradigma monetarista postula que la cantidad de dinero tiene una gran influencia en la actividad económica y en el nivel de precios, y entiende que los objetivos de la política monetaria son mejor alcanzados dirigiendo la tasa de crecimiento de la oferta monetaria. Para los monetaristas, la inflación resulta de la expansión excesiva de

la oferta de dinero, por lo que la misma puede evitarse si los gobiernos están dispuestos a renunciar a tratar de administrar la demanda agregada con manipulaciones monetarias y fiscales anticíclicas. La clave de las políticas monetarias se centra en el establecimiento de objetivos que permitan alcanzar la estabilidad y predictibilidad del incremento anual de la oferta monetaria agregada. De este modo, según sus defensores, se evita la inflación y se promueve un entorno propicio para el crecimiento económico (McNamara, 1998, pp. 144-145).

Sin embargo, es preciso destacar que si bien el monetarismo fue importante para ayudar a crear un consenso político en Europa, los gobiernos no aceptaron masivamente todos sus preceptos. Incluso Alemania, que en 1974 había sido la primera en poner a prueba la versión pragmática de monetarismo a través de una estrategia explícitamente monetarista aplicada por el Bundesbank, veía el crecimiento de la oferta monetaria como un “arte” para ser ajustado dependiendo de las circunstancias. En este sentido, se puede decir Europa aplicó una visión pragmática del monetarismo. Se observa que, luego de la primera crisis del petróleo, la orientación monetaria fue ampliamente adoptada pero sólo como una herramienta más entre otras que los gobiernos podían utilizar para restaurar la estabilidad de los precios. Más aún, el tipo de cambio fijo del SME era visto como un medio para reforzar el rigor monetario, en contra de los principios monetaristas que defendían que el modo más apropiado de gestionar la política monetaria era a través de la oferta monetaria y no del tipo de cambio, puesto que en la visión monetarista pura, éste se caracteriza por estar habilitado para fluctuar (McNamara, 1998, pp. 149-150).

En este punto cobra particular relevancia el rol que tuvo Alemania en el contexto europeo luego de la primer crisis del petróleo, en tanto que mientras la mayor parte de Europa estaba

luchando contra la estanflación, Alemania occidental se destacaba por ser el único miembro de la Comunidad Europea que tenía un manejo exitoso de su economía. De este modo, el Bundesbank alemán se convertía en un referente al haber sorteado los efectos de la crisis aplicando el mantenimiento de una tasa de interés elevado como instrumento de la política monetaria al tiempo que promovía constantemente la necesidad de mantener la estabilidad de los precios. Esta postura política del Bundesbank permeó en la política alemana. Jurídicamente autónomo y en la práctica altamente independiente, el Bundesbank desempeñó un papel de liderazgo en la política macroeconómica después de 1974, al interior del gobierno liberal social alemán, que aceptó la aplicación de su política de ajuste dinero y de moneda fuerte. Los efectos de estas estrictas políticas sobre el control de la inflación causaron impresión al resto de Europa, en tanto permitieron a Alemania experimentar una menor disrupción económica y política en comparación con los demás Estados a raíz de la primera crisis del petróleo (McNamara, 1998, pp. 153-154).

De este modo, Alemania era vista por los políticos y economistas europeos como la nación se había ajustado más exitosamente luego de la salida del Bretton Woods y, por lo tanto, era un ejemplo monetarista digno de seguir tras la experiencia de sucesivos fracasos de la política de los restantes países de Europa. En este escenario, el Bundesbank extendía su doctrina de probidad monetaria no sólo a través de la toma de decisiones, sino también con la compulsión de la lógica y argumento. Cuando a mediados de los 70s un grupo de expertos economistas convocados para analizar las políticas económicas nacionales, instó en su Reporte OPTICA, a los gobiernos de la Comunidad Europea a reformular sus políticas monetarias dirigiendo el crecimiento de la oferta monetaria para reducir la expectativa de inflación y proporcionar el marco político necesario para un nuevo régimen de tipo de cambio fijo, se comenzaba a

propagar la adopción del paradigma monetarista al estilo alemán. En esencia, bajo este nuevo paradigma, y dada la posición privilegiada del marco alemán dentro del régimen cambiario, Alemania se posicionaba como referente y fuente de emulación de la política macroeconómica nacional, lo que resultó ser vital para el éxito del SME en los años ochenta. Alemania fijaba, de este modo, una meta monetaria para los participantes del SME, reforzando la estabilidad del tipo de cambio en el SME, en tanto que los estados miembros en función de sus experiencias habían logrado realizar una clara evaluación del costo de la divergencia de políticas y la salida del sistema (McNamara, 1998, pp. 148-158).

Sin embargo, y tal como afirma Mongelli (2008), la UEM representa la culminación de un proceso de reconciliación y comprensión entre diferentes puntos de vista sobre la formulación de políticas económicas, la función de los Estados soberanos y (en última instancia) la integración monetaria. Diversas “ideas” y creencias jugaron un papel importante en el proceso de integración. Las diferencias entre la centralización del poder que imperaba en Francia, y el enfoque federalista que prevalecía en Alemania, fueron significativas al momento de diseñar la configuración de la integración (Mongelli, 2008, p. 9).

Por su parte, los “monetaristas” defendidos por Francia, estaban a favor de llevar a cabo una integración monetaria, puesto que concebían que la misma podría tener un papel impulsor en el proceso de convergencia de planes para una mayor estabilidad cambiaria y mecanismos de apoyo al tipo de cambio. Hacia fines de los ochenta, el principio monetarista de convergencia nominal dejaba de ser indispensable, ya que la UEM representa un cambio en los regímenes políticos. Para los seguidores de esta doctrina, la credibilidad del nuevo banco central común (es decir, el BCE) radicaba en el hecho que moldearía las expectativas futuras mientras que las expectativas pasadas se tornaban irrelevantes. Los monetaristas

afirmaban que dicho banco podía asegurar una baja inflación en todos los países, incluso en aquellos con un historial de inflación alta (Mongelli, 2008, p. 10).

Sin embargo, los “economistas” defendidos por Alemania, hacían hincapié en la coordinación de las políticas económicas y propugnaban un largo proceso de convergencia para favorecer un alineamiento de las políticas monetarias. Por lo tanto, la convergencia de los resultados económicos constituía una condición previa para la UEM. Este enfoque pretendía minimizar los riesgos de derrame negativo hacia los países de alta inflación que compartirían una moneda única. Con un énfasis en la estabilidad y la convergencia, el objetivo de los seguidores de esta corriente era la integración monetaria (Mongelli, 2008, p. 10).

En suma, se puede decir que el consenso político neoliberal se basó en una versión pragmática de la teoría monetarista, al apartarse del monetarismo, en tanto defendían el establecimiento un tipo de cambio fijo. El desarrollo de la propia UEM ha sido moldeado por los defensores de este paradigma político (McNamara, 1998, p. 173).

Ideas compartidas e incorporadas en el Tratado de Maastricht respecto al rol de BCE

“El consenso neoliberal que sustentaba el SME será crucial para el éxito de la UEM, tanto para garantizar el apoyo político durante la transición y también porque el mismo nivel de tolerancia (o intolerancia) a la inflación debe ser compartido entre los participantes a fin que la política monetaria común formulada por el BCE sea políticamente sostenible. Ciertamente, los gobiernos de la UE tuvieron un consenso político lo suficientemente fuerte como para llegar a un acuerdo en Maastricht respecto a una inflación baja, propio del modelo Alemán, para la UEM” (McNamara, 1998, p. 170).

A la luz de los aportes de McNamara (1998) el presente apartado tiene por objeto reconstruir el camino a través del cual las ideas y creencias contenidas en las doctrinas y paradigmas analizados en el apartado anterior, fueron debatidas y consensuadas en las etapas

previas al diseño de las atribuciones y el rol del BCE en la UEM. A tales fines, será de utilidad exponer cuáles fueron las coaliciones y quienes fueron los actores dominantes que impulsaron la incorporación de dichas ideas en el texto del Tratado de Maastricht que, posteriormente, se institucionalizarían en el funcionamiento de BCE.

En este sentido, y dado que las creencias compartidas no pueden ser medidas directamente, se procurará demostrar a través de lo manifestado por los tomadores de decisión, formuladores de política y expertos en discursos e informes, el grado de presencia de los principios de la teoría monetaria explicada en el apartado anterior. Asimismo, se ejemplificará con casos concretos la incorporación de las ideas y principios del paradigma en cuestión en las políticas aplicadas por los estados miembros y los resultados que dichas políticas arrojaron durante proceso previo a la conformación del BCE que terminarán por definir el rol y la función de éste en la UEM.

Se observa, que durante los años 70 Dinamarca, Bélgica y los Países Bajos se habían comprometido el mantenimiento de una moneda fuerte y eran cercanos a las emulaciones las políticas de Alemania. El comportamiento de estos estados pequeños también estuvo signado por el hecho que sus márgenes de maniobra eran más reducidos y estaban mucho más circunscriptos que los de sus vecinos. En un escenario caracterizado por mayor grado de apertura al comercio internacional y a los flujos financieros, y considerando la enorme importancia de Alemania como socio comercial clave, estos países compartían la preocupación por la estabilidad de los precios y de los tipos de cambio. Al interior de estos pequeños Estados, ésta preocupación estuvo marcada por la configuración de instituciones corporativas que proporcionaban un fuerte apoyo a la estabilidad. De este modo, se evidenció que aquellos países que conformaban la *mini-Snake* y que por ende estaban estrechamente

vinculados al marco alemán, tuvieron un mejor récord de estabilidad de precios durante los turbulentos 70, en comparación con los países fuera de la Serpiente que no seguían el estilo alemán. Estos resultados contribuyeron a que los países más grandes percibieran que sus propias economías al estar, cada vez más abiertas, tenían que adaptarse a las restricciones externas de la misma forma que lo estaban haciendo los países pequeños (McNamara, 1998, p. 157).

En estrecha vinculación con lo anterior, cabe señalar que el ejemplo más llamativo de emulación política ocurrió en la Francia de Giscard. Aunque la política francesa estaba arraigada en la visión objetiva de que Alemania había hecho un mejor ajuste a los cambios en la economía internacional, también estaba impulsada por un objetivo realista tradicional. El líder francés deseaba reestructurar la economía francesa a lo largo de líneas alemanas para que Francia pudiera competir mejor con Alemania. En sus discursos y escritos promoviendo las virtudes de los programas de austeridad después de 1976, Giscard d'Estaing continuamente hacía alusión a que Alemania era un ejemplo que Francia debería emular, exaltando las virtudes de las políticas de estabilidad de precios y advirtiendo la necesidad que Francia debía mantenerse competitivo con la potencia alemana (McNamara, 1998, pp. 155-156).

El consenso sobre la emulación de las políticas monetarias alemana también quedaba reflejado en el mencionado Reporte OPTICA, que dejaba constancia que Alemania estaba llevando a cabo una política monetaria concebida en términos de una tasa de crecimiento objetivo para el dinero del banco central (base monetaria). Por tanto, sería de gran interés para las Comunidades desarrollar métodos y evaluar en forma aproximada las probables consecuencias de los objetivos de la política en Alemania (OPTICA, 1976, p. 60).

El proceso de emulación de políticas fue formalizado por una interacción institucionalizada entre los hacedores de políticas, al interior de las instituciones de la Comunidad Europea. En este sentido, cabe señalar que la existencia de diversos foros para la coordinación de políticas facilitó la interacción y la emulación de políticas de quienes venían en Alemania un ejemplo a seguir. Puntualmente, el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales (que sería sucedido por el Instituto Monetario Europeo en 1994) tuvo una gran influencia entre los esfuerzos de coordinación de las políticas y en la elección de las estrategias nacionales, para que éstas convergiesen y estuvieran en consonancia con aquellas aplicadas entorno al Modelo alemán en los años 80s. Esta visión común, fue expresada públicamente en una entrevista por uno de los miembros del Comité quien afirmó que “todos compartimos un acuerdo común en la corrección del modelo de política monetaria muy cerca del que se aplica en Alemania” (McNamara, 1998, pp. 157-158).

Más específicamente, y a decir de Mongelli (2008), se sabe que la integración monetaria fomenta la integración financiera, que a su vez desempeña un papel central en el funcionamiento de las uniones monetarias. Durante el período previo a la UEM, existieron dos puntos de vista principales sobre los posibles efectos del euro en la integración financiera. Según la primera opinión, la integración financiera debería fomentar una mejor asignación de capital, una mayor eficiencia y un mayor crecimiento económico. En este sentido, se argumentaba que los mercados financieros podían proporcionar una fuente importante de seguro contra los shocks asimétricos (esto también se conoce como el argumento de “Mundell II”). Por tanto, quienes defendían esta idea sostenían que dado que la unificación monetaria mejora la integración financiera, también se mejora endógenamente el seguro contra los shocks asimétricos, reduciendo así los costos de abandonar el control directo sobre

el tipo de cambio. Por su parte, quienes se alineaban bajo la segunda corriente de pensamiento, afirmaban que una mayor integración financiera hacía más atractiva la especialización en la producción, por lo que las fluctuaciones macroeconómicas eran menos simétricas (Mongelli, 2008, p. 43).

Cabe aclarar que convergencia histórica de las preferencias políticas de emular el modelo alemán no fueron aplicadas en su totalidad al momento de avanzar en la conformación de la UEM. Los europeos continuaron viendo a Alemania como un ejemplo de política de emulación (tal como lo hicieron en la década siguiente a la primera crisis petrolera), ya que a pesar de los choques de la reunificación, la economía alemana había sido capaz de lograr una inflación baja a largo plazo y un crecimiento impulsado por las exportaciones. Reflejando este punto de vista, las disposiciones que establece el Tratado de Maastricht para el BCE fueron inspiradas en gran medida en la estructura del Bundesbank. Sin embargo, los tomadores de decisión europeos comenzaron a dudar acerca de los límites de la emulación de dichas políticas sin una verdadera convergencia institucional que sustente la formulación de políticas económicas, ya que el rigor monetario puede tener costos más altos en los entornos nacionales que no imitan al neocorporativismo alemán. De este modo, Alexandre Lamfalussy, antiguo jefe del Instituto Monetario Europeo, afirma que “la política alemana ya no es infalible, aunque reconoce que el ejemplo alemán de apuntar la oferta monetaria sigue siendo una alternativa política mejor que la “volatilidad a ciegas” (McNamara, 1998, p. 174).

Se observa de este modo que se habían aprendido varias lecciones durante las dos décadas en la que se implementó el SME, en tanto que la experiencia evidenció el hecho que mantener monedas separadas con tipos de cambio fijos entre ellos y plena movilidad del capital

conducía a tensiones dado que era insostenible por el hecho que las autoridades monetarias pretendían perseguir objetivos diferentes cuando las tasas de inflación continuaban siendo diferentes. En este contexto, una unión monetaria era vista como una solución a este dilema. Más aún, cabe señalar que un punto de vista muy extendido era que no se esperaba que el mercado único pudiera explotar todo su potencial sin una moneda única. Se creía que una moneda única garantizaría una mayor transparencia de los precios para los consumidores y los inversores, eliminaría los riesgos cambiarios, reduciría los costes de transacción y, en consecuencia, aumentaría considerablemente el bienestar económico en la Comunidad. Durante la mayor parte del SME, todos los países, excepto el país ancla, fueron perdiendo de facto el control sobre la política monetaria. En su lugar, una nueva moneda y un Banco Central Común permitirían a todos los países europeos compartir influencia sobre las decisiones de política monetaria. El gobierno alemán aceptó este plan principalmente por razones políticas (Mongelli, 2008, p. 14).

En esencia, fue el Comité para el Estudio de la UEM el que tuvo un rol protagónico al momento de sentar las bases sobre las cuales se comenzaba a pensar en una institución que se encargase de aplicar la política monetaria de la UEM. Dicho Comité a través del Informe Delors materializaba, en gran medida, las ideas y los principios a través de los cuales se constituiría el BCE. En sentido, el Informe destacaba que la responsabilidad de la política monetaria única tendría que ser investida en una nueva institución, en la cual se tomarían decisiones centralizadas y colectivas sobre la oferta de dinero y crédito, así como de otros instrumentos de la política monetaria, incluyendo las tasas de interés. Asimismo, el informe resaltaba el hecho que la fijación permanente de los tipos de cambio privaría a los países de un importante instrumento para la corrección de los desequilibrios económicos y para la

acción independiente en la búsqueda de los objetivos nacionales, especialmente la estabilidad de precios (Delors, 1989, pp. 15-16).

Puntualmente, el Informe Delors reconocía la necesidad de una nueva institución monetaria en tanto que destacaba el hecho que la política monetaria única no podía resultar de decisiones y acciones independientes llevadas a cabo por diferentes bancos centrales. Por otra parte, argumentaba que las operaciones de política monetaria del día a día, no debían responder rápidamente a las cambiantes condiciones de mercado a menos que sean decididas centralmente. Teniendo en cuenta la estructura política de la comunidad y las ventajas de hacer parte a los bancos centrales existentes de un nuevo sistema, las políticas monetarias nacionales e internacionales de la comunidad debían estar organizadas en forma federal, en lo que podría llamarse un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), puntualizando el hecho que Consejo del SEBC Centrales, debía ser independiente de las instrucciones de los gobiernos nacionales y las autoridades comunitarias (Delors, 1989, pp. 21-22).

Del análisis del documento en cuestión, se vislumbra la consagración de los siguientes principios de: independencia del Banco Central, estabilidad de los precios, el manejo de la tasa de interés como un instrumento de la política monetaria y el carácter supranacional de la nueva institución bancaria, todos ellos son un claro reflejo de las ideas y doctrinas expuestas en el apartado anterior.

En este sentido, y retomando los aportes de McNamara (1998), se puede decir que durante la segunda fase del proceso de conformación de la UEM se creó el Instituto Monetario Europeo (IME) con el objeto de facilitar la coordinación de las políticas económicas nacionales y para promover la convergencia de los fundamentos económicos. El IME estaba destinado a sentar las bases de los procesos para la constitución del BCE, el que quedaría

formalizado durante la tercer fase, junto con una moneda única, mientras que los bancos centrales nacionales continuaban siendo miembros del SEBC, aplicando las políticas definidas por el BCE (McNamara, 1998, p. 164).

En esta línea de análisis, y a la luz de los argumentos hasta aquí desarrollados, se puede decir que así como el SME ofrecía una forma de reforzar la lucha interna contra la inflación, la UEM venía a representar una forma aún más rígida de disciplinar estas políticas monetarias, al tiempo que proporcionaba a los Estados miembros un lugar en la mesa de formulación de políticas del BCE. Esta visión estuvo fuertemente influenciada por los gobiernos de Francia e Italia quienes impulsaban a la Comunidad Europea para que se encaminara hacia un sistema simétrico de coordinación monetaria basado en un BCE (McNamara, 1998, p. 171).

En este respecto, cobran relevancia las palabras pronunciadas por el entonces Presidente del IME, Dr. Duisenberg, en el discurso que ofreció en el marco del Seminario Internacional de Bancos, quien afirmó que:

“es importante darse cuenta de que el trabajo preparatorio que se ha llevado a cabo hasta la fecha, no sólo en el IME, sino también en los foros políticos europeos más amplios, ha permitido la creación de un SEBC que pueda funcionar de manera completa e independiente a fin de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Digo que no sólo porque, como banquero central, estoy convencido de las virtudes de la estabilidad de precios como condición previa para un crecimiento sostenible, pero también y sobre todo porque, como europeo, un euro estable será esencial para la Unión Monetaria (Y cito) "una unión cada vez más estrecha entre los pueblos de Europa", que es el objetivo último de la UEM, tal como se establece en los Tratados de París (1951) y Roma (1957), y más recientemente reiterado en Maastricht (1992) y Amsterdam (1997)”³ (Duisenberg, 1997).

³ Traducción de elaboración propia

Se observa de este modo, y a la luz de las palabras pronunciadas Duisenberg, que en las etapas previas a la conformación del BCE, la creencia en la estabilidad de los precios era un punto de partida crucial para la política gubernamental. Así lo reflejan también las reglas y la estructura del BCE las cuales serán analizados en el capítulo siguiente. Se creía, asimismo, que el hecho de unificar la autoridad para la política monetaria en el BCE se proporcionaba más credibilidad para la lucha contra la inflación de la que posiblemente alcanzarían los bancos centrales nacionales por sí mismos (excepto el Bundesbank) (McNamara, 1998, p. 171).

En este sentido, y a fin de realizar algunas consideraciones finales respecto de lo hasta aquí expuesto, se puede decir que desde el inicio de las negociaciones del Tratado de Maastricht, la política monetaria había ocupado un lugar institucional importante en el espacio de la política Europea. Es decir, se había convertido en un “complejo de reglas y procedimientos que regían un conjunto dado de interacciones humanas”, a pesar de la falta de normas formales y jurídicamente vinculantes y un conjunto relativamente limitado de recursos organizacionales. La evolución se debió, en parte, a que las intensas y frecuentes interacciones de los banqueros centrales tuvieron como efecto la difusión los modelos políticos y fomentaron una visión compartida de los objetivos e instrumentos de la política monetaria (Sweet, Sandholtz, & Fligstein, 2001, p. 167).

Ésta interacción de tomadores de decisión se produjo dentro de una pequeña comunidad de banqueros centrales que conformaban una red, con una presencia supranacional formal muy limitada y mínimos recursos burocráticos. Los banqueros centrales continuaron sus esfuerzos por organizar una institución independiente en materia política y burocrática de la Comunidad. De hecho, el fundamento jurídico de gran parte de los acuerdos para la

organización en el área monetaria tenía el carácter de "oficial" pero no estaban basados en el Tratado y funcionaban fuera de la jurisdicción comunitaria normal. Puntualmente, estas estructuras normativas anteriores al tratado eran evidentes en las normas que luego recogería el Tratado de Maastricht en tres áreas: el diseño del BCE como un cuerpo políticamente independiente modelado en base al Bundesbank (sobre esto se reflexionará en el próximo Capítulo); los criterios de adhesión para entrar en el BCE; y las reglas operativas de estabilidad de precios (que se analizarán en el Capítulo IV) (Sweet et al., 2001, p. 167).

En suma, y en palabras de Fratianni (et. al, 1997), se puede decir que:

“se ha logrado una convergencia de las "ideas" macroeconómicas en Europa, y al alojar estas ideas en nuevas instituciones como los bancos centrales independientes y el Banco Central Europeo, limitará a los gobiernos en el futuro, incluso si este consenso se erosiona”⁴(Fratianni, Von Hagen, & Salvatore, 1997, p. 197).

⁴ Traducción de elaboración propia

CAPÍTULO III

“A menudo se sostiene que la decisión del Banco Central Europeo (BCE) para comprar bonos del Gobierno representa una violación de sus estatutos, existiendo posiciones que afirman que los mismos prohíben este tipo de operaciones. Sin embargo, una lectura atenta y detenida del Tratado deja clara que este no es el caso. Así, el Artículo 18 del *Protocolo sobre el estatuto Europeo del sistema bancos centrales y del Banco Central Europeo* es muy claro cuando afirma que "el BCE y los bancos centrales nacionales pueden operar en los mercados financieros comprando y vendiendo [...] reclamaciones e instrumentos negociables". Los bonos del Gobierno son instrumentos negociables, y en ninguna parte se establece que está prohibido para el BCE comprar y vender estos bonos en los mercados financieros.” (De Grauwe, 2011a, p. 11).⁵

Considerando como punto de partida los argumentos planteados por De Grauwe (2011a) el presente capítulo tiene como objeto reflexionar sobre el modo en que la normativa comunitaria vigente refleja las ideas, analizadas en el capítulo anterior, que convergieron en la materialización del Tratado de Maastricht. De este análisis se procurará demostrar cuáles son las disposiciones del ordenamiento jurídico que actualmente rigen en el Eurosistema y condicionan el accionar del BCE ante la profunda crisis económica y financiera en la que los países de la zona del euro se encuentran inmersos. En este sentido, se pretende determinar cuál es el grado de rigidez o flexibilidad del ordenamiento jurídico del Eurosistema, puntalmente evaluar en qué medida dicho ordenamiento restringe el comportamiento del BCE para actuar como prestamista de última instancia. En base a las conclusiones que se deriven de este Capítulo, se estará en condiciones de reflexionar en el último Capítulo de este trabajo cuáles son las alternativas que existen a fin de sortear dichos obstáculos y, de este modo, identificar si se trata de una situación donde el tipo de ordenamiento jurídico e

⁵ Traducción de elaboración propia

institucional resultan incompatibles al momento de alcanzar un equilibrio óptimo que permita brindar respuestas eficientes a la crisis.

A los fines de abordar la temática en cuestión se comenzará por analizar las ventajas y desventajas que se derivan de la creación de instituciones y ordenamientos jurídicos internacionales que servirán de base para analizar el fenómeno de integración económico-financiero europeo. Luego se presentarán las características de los instrumentos jurídicos que dan origen a dichas instituciones y determinan el grado de rigidez o flexibilidad de las normativas contenidas en éstos, con el propósito de comprender no sólo los factores motivacionales que conducen a la adopción de uno u otro tipo de derecho, sino también demostrar las consecuencias que cada tipo de ordenamiento suponen tanto para los Estados miembros como para las instituciones que regulan. De este modo, se estará en condiciones de reflexionar sobre el grado de rigidez o flexibilidad del ordenamiento monetario internacional y su influencia en la arquitectura del Eurosistema, las características propias de éste último y el rol del BCE dentro del mismo. Por último, se expondrán una serie de conclusiones que se derivan de los argumentos presentados en este capítulo a fin de identificar posibles escenarios futuros a nivel normativo e institucional y alternativas que permitan a dichas instituciones comunitarias actuar de un modo proactivo ante situaciones que puedan generar una desestabilización del orden vigente.

Estructura institucional del Eurosistema y su relación con las demás instituciones de la UE

El análisis del entramado institucional del euro-sistema resulta de vital importancia para comprender el grado de influencia que adquieren determinados factores tanto normativos como funcionales en el accionar del BCE al momento de intervenir ante los desequilibrios o inestabilidades financieras. En este sentido se hará uso del concepto de legalización

propuesto por Abbott (et al. 2000) que refieren a una forma particular de institucionalización caracterizada por tres componentes: la obligación, la precisión y la delegación. La obligación implica que los Estados u otros actores están vinculados legalmente por reglas o compromisos que influyen en su comportamiento en tanto que dichas normas y procedimientos generales funcionan como un escrutinio constante del accionar de estos sujetos. La precisión significa que las reglas definen claramente la conducta requerida, autorizada o proscripta para los estados parte. Por último, la delegación alude a la existencia de un tercero al cual los Estados le han otorgado autoridad para aplicar, interpretar y hacer cumplir las reglas; para resolver los conflictos; y (posiblemente) para elaborar más reglas. Se entiende que cada una de las dimensiones pueden adquirir diversos grados de rigidez o flexibilidad dando lugar a una forma específica de acuerdo, cuya variación en gran medida estará influenciada por las presiones políticas y normas informales (Abbott et. al., 2000, pp. 401-402).

En esta dirección, los autores afirman que las instituciones altamente legalizadas son aquellas en las que las reglas son obligatorias para las partes en función de las normas establecidas y principios del derecho internacional, adquiriendo especial relevancia la precisión de las mismas (que puede a su vez ser establecida mediante el ejercicio y la práctica de la autoridad delegada) así como también la existencia de una autoridad que las interpreta y aplica. Para los autores no existe ninguna línea divisoria entre las instituciones legalizadas y no legalizadas y consideran que en su lugar se identifica un continuo entre la configuración dura del derecho y las diversas formas blandas del derecho, en donde la combinación de diversas características propias de cada dimensión dará lugar a un tipo específico de legalización. Particularmente relevante, desde esta óptica, es el hecho que en todos los niveles

de legalización se observa una interrelación entre lo legal y lo político, lo cual no sólo dificulta la identificación de los efectos causales de la legalización y el modo en que ésta influencia el comportamiento de los Estados; sino que también obstaculiza el reconocimiento de las razones por las cuales estos sujetos se comprometen con las normas (Abbott et. al., 2000, pp. 417-418).

En este sentido, cabe señalar que el presente apartado tiene por objeto identificar las razones por las cuales el diseño institucional de la UEM adquirió la forma y estructura actual y las consecuencias que el mismo tiene sobre el accionar de los Estados y las instituciones que la componen, puntualmente sobre el BCE. Para ello, se vincularán los argumentos presentados en el capítulo anterior, con los aportes teóricos y fácticos de la presente sección, a fin de exponer de un modo acabado el proceso de institucionalización de la UEM.

Para comenzar el análisis serán de utilidad los argumentos desarrollados por Roy y Domínguez (2009) quienes destacan el hecho que a medida que la UE se iba consolidando, el proyecto y la idea de una UEM era cada vez más popular. De este modo, se observa que en el Tratado de la Unión Europea, o Tratado de Maastricht, firmado el 07 de febrero de 1992, en su Título VI se regula especialmente sobre la economía y la política monetaria y su respectiva estructura. Para los autores el éxito de la UEM y del euro se basa en tres pilares: 1) la credibilidad de las políticas monetarias y económicas mediante el compromiso de los Estados miembros de la eurozona para mantener la estabilidad de precios; 2) la observancia de los criterios fiscales; y 3) la implementación de las políticas estructurales, particularmente en el mercado laboral. Entienden que la convergencia de estos tres conjuntos de requisitos es el principal garante de un euro en el largo plazo (Roy & Domínguez, 2009, p. 125).

En estrecha vinculación con lo anterior, los autores agregan que la estabilidad de precios es el resultado de una política monetaria sólida e indivisible, implementada por el BCE a un nivel supranacional. En cuanto a los criterios fiscales señalan que los mismos deben lograrse a nivel nacional para mantener el control del gasto y de las deudas del Gobierno. De este modo, entienden que las políticas estructurales son políticas implementadas por los gobiernos nacionales a fin de mejorar aspectos de la integración. Cabe señalar, que el “Protocolo sobre los criterios de convergencia” establece en seis artículos los requisitos que deben respetarse para adoptar el euro así como también las normas y procedimientos económicos y monetarios que deberán cumplirse en concordancia con lo expuesto en el Título VI del Tratado de Maastricht, que pretenden garantizar el buen funcionamiento de la eurozona y, consecuentemente, el éxito del Euro (Roy & Domínguez, 2009, pp. 183-184; 197).

En esta dirección, Eichengreen (1993) señala que el Tratado de Maastricht se diferencia de su predecesor en tanto que enfatiza aún más la necesidad de bregar por la estabilidad de los precios y por el hecho de apuntar a la convergencia de políticas durante la transición a la Unión Monetaria, aunque presta menos atención al control central de funciones fiscales una vez lograda la unificación. El autor destaca que el Tratado atiende de un modo más acabado aspectos que refieren al diseño de instituciones y procedimientos para alcanzar las metas propuestas (Eichengreen, 1993, pp. 1326-1327).

Puntualmente en lo que respecta a la estructura institucional, y de acuerdo con lo establecido en el artículo IV del Tratado de Maastricht, se puede decir que la misma se compone de un SEBC y BCE, quienes actúan dentro de los límites de las atribuciones que dicho instrumento les confiere así como también dentro de lo que disponen los Estatutos del SEBC. Por su parte el Eurosistema estará integrado por el BCE y los Bancos Nacionales de

los miembros de la eurozona. De esto modo, se entiende que en estrecha vinculación con los lineamientos planeados por Abbott y Snidal (1998), dichos organismos representan una estructura organizacional estable y un aparato administrativo concreto, facilitando la centralización y la coordinación de las actividades colectivas de los miembros de la eurozona (Abbott & Snidal, 1998, p. 4).

Sin embargo, cabe señalar que tal como argumenta Capeta (1995) el Tratado de Maastricht, durante la primer fase de transición hacia la UEM, no había logrado establecer un marco institucional y jurídico claro que permitiese alcanzar los objetivos propuestos. Así, el antiguo SME (incapaz de adaptarse a las nuevas posibilidades de mercado) continuaba siendo el marco para mantener la estabilidad monetaria. Se observó que ante la falta de soluciones adecuadas para el período de transición, fue el mercado quien finalmente obligó a la reforma de la SME. A su vez, la autora señala que la motivación para el cumplimiento de las normas del SME no provenía de la conciencia de las consecuencias jurídicas que podrían seguir en el caso de la violación de las disposiciones de los Estados miembros, sino que se encontraba en la voluntad de los Estados miembros de mantener el sistema por motivos económicos o políticos. Por lo que durante la primera fase de transición hacia la Unión Monetaria, el éxito del SME como un instrumento para asegurar la estabilidad monetaria en la UE dependía únicamente de la voluntad política y la determinación de los Estados para usarlo como tal, puesto que no era percibido como un instrumento jurídicamente vinculante al carecer de fuerza para conducir a los Estados miembros a actuar de conformidad con sus normas. En suma, la autora argumenta que el SME era percibido como un marco muy frágil para el mantenimiento de los tipos de cambio siendo el mercado el beneficiario de sus deficiencias. Esto quedaría evidenciado en la crisis monetaria de 1992/93 donde se

demonstraría que los mecanismos de la SME eran realmente vulnerables (Capeta, 1995 pp. 4-7).

De lo expuesto se vislumbra el hecho que durante la primera fase de la UEM el patrón de comportamiento de los Estados de la UE fue similar al que predominó en el sistema monetario internacional donde, a decir de Simmons (2000), la legalización como herramienta de compromiso estuvo limitada por las condiciones impuestas por la economía y el mercado (Simmons, 2000).

En este sentido, cobran relevancia los aportes de Mongelli (2008) quien argumenta que el Informe Delors constituyó el modelo sobre el cual se concluiría del Tratado de Maastricht y, tal como se señaló en el Capítulo anterior, el mismo establecía un calendario en tres etapas y los elementos clave para el Eurosistema. La primera etapa de la UEM coincidió con la liberalización total de los movimientos de capital en Europa. En su plan para el SEBC, se tuvo en cuenta la experiencia de los BCN e influyó en gran medida en el Tratado de Maastricht, y en esta etapa el Comité definió los principios fundamentales para la creación de un Banco Central Europeo. Los Estados miembros sólo podían participar en la UEM si estaban en condiciones de demostrar un alto grado de convergencia duradera confirmada por el cumplimiento de cuatro criterios económicos (inflación, tipos de interés a largo plazo, deuda y déficit fiscales y tipos de cambio). El “Informe Delors” también abogaba por un Banco Central independiente con el objetivo principal de mantener la estabilidad de los precios. Las disposiciones pertinentes se incluyeron posteriormente en el Tratado de Maastricht. El marco institucional del Eurosistema para la política monetaria tuvo en cuenta los principales elementos de los marcos existentes de los BCN antes de su establecimiento y tenía por objeto la aplicación de mejores prácticas (Mongelli, 2008, p. 14).

Más aún, el establecimiento del IME a principios de 1994 como institución de transición marcó el comienzo de la segunda fase de la UEM. La responsabilidad de la política monetaria en la UE continuó siendo competencia de las autoridades nacionales. Las dos principales tareas del IME eran: a) reforzar la cooperación de los bancos centrales y la coordinación de la política monetaria (incluida la evaluación de los progresos en los ámbitos de la convergencia económica y jurídica); y b) realizar los preparativos necesarios para el establecimiento del SEBC, para la realización de la política monetaria única y para la creación de una moneda única en la tercera fase. Al mismo tiempo, el plan para el Eurosistema exigía también que el IME realizara los trabajos preparatorios sobre el marco normativo, organizativo y logístico necesario para el SEBC y sobre las relaciones monetarias y cambiarias futuras entre la zona del euro y otros países de la UE, incluyendo entre otros⁶: a) la definición de los conceptos y el marco para la realización de la política monetaria única y la preparación de las normas y procedimientos operativos del SEBC; b) la aplicación de una política de cambiaria única; c) la planificación de la impresión y emisión de un billete europeo; d) la creación de una arquitectura adecuada de los sistemas de información para el SEBC. El Consejo del IME acordó un plan maestro como instrumento orientador para organizar, supervisar y evaluar las actividades conexas en diversos ámbitos en los que participaron expertos del IME y de los BCN (Mongelli, 2008, p. 115).

Por último, cabe agregar que el 1 de enero de 1999, la tercera y última fase de la UEM comenzó con la introducción del Euro en 11 Estados miembros de la UE, la creación del Eurosistema y la transferencia de la responsabilidad de la política monetaria al BCE. Al

⁶Así como también: e) la promoción de pagos transfronterizos eficaces; f) la recopilación y armonización, cuando sea necesario, de estadísticas fiables y oportunas para apoyar la conducción de la política monetaria; g) la supervisión de los servicios técnicos; h) armonización de las normas y normas contables de los BCN.

mismo tiempo, entró en vigor el mecanismo de tipo de cambio intra-UE (MTC II) y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (Mongelli, 2008, p. 116).

El BCE como institución comunitaria: facultades, limitaciones y potencialidades

Continuando con este análisis, cabe agregar que previa a la entrada en la tercera fase de transición hacia la UEM, se establecía en 1998 el BCE: institución encargada de asumir las funciones de su predecesor: el Instituto Monetario Europeo. Así, tal como sostienen Roy y Domínguez (2009), el BCE fue diseñado para ser independiente (conforme al artículo 107 del Tratado de Maastricht) de los Estados miembros y las instituciones comunitarias. Para lograr este objetivo, el BCE sigue la estructura del Bundesbank alemán, que equipó al BCE con independencia política y se le asignó un presupuesto propio a fin de contar con un financiamiento independiente. Su independencia se basa en su legitimidad, que deriva del hecho que el BCE es responsable frente a las instituciones democráticas (Roy & Domínguez, 2009, pp. 189-190).

Sin embargo, y retomando el papel de las ideas en la creación de instituciones es pertinente señalar que tal como expone McNamara (1998), en el momento de establecer el tipo de vinculación del BCE con las demás instituciones, los tomadores de decisión eran conscientes que un organismo gobernante no elegido de los bancos centrales de un banco central europeo podría proporcionar el chivo expiatorio perfecto y la cobertura política para nuevas reformas, o podría generar nuevas críticas sobre la falta de rendición de cuentas en las instituciones de la UE. Atento a estas cuestiones, los funcionarios franceses impulsaron la creación de un nuevo cuerpo informal de ministros de finanzas y económicos, el Euro-11, que actuase como un contrapeso a la independencia política del Banco Central Europeo, pero esta idea chocó

con la determinación alemana que la política monetaria debía ser protegida de la política y de la profligancia fiscal (McNamara, 1998, p. 177).

En esta dirección, es pertinente resaltar que la idea de independencia no sólo se atañe al BCE sino que también existen otras disposiciones del Tratado de Maastricht que refuerzan aún más la independencia del Eurosistema con respecto a la independencia personal, funcional y financiera. La independencia personal proporciona a los miembros del Consejo de Gobernadores la seguridad de tenencia necesaria y ayuda a evitar conflictos de interés. La independencia funcional proporciona al Eurosistema todos los instrumentos necesarios para desempeñar sus funciones. El artículo 101 del Tratado prohíbe cualquier disposición en virtud de la cual el BCE o los BCN puedan conceder créditos al sector público utilizando “instalaciones de descubierto o cualquier otro tipo de crédito”. La independencia financiera asegura que el Eurosistema tenga los medios económicos para cumplir con su mandato. El BCE y los BCN tienen su propio presupuesto y el capital del BCE está totalmente suscripto y desembolsado por los BCN (Moutot & Mongelli, 2008, p. 16).

Más específicamente, y tal como se señaló en el Capítulo anterior, el diseño del BCE encarnaba la idea de que la política monetaria debía mantenerse separada de la autoridad política, lo cual es congruente tanto con las ideas predominantes de funcionalidad económica como con la historia y los antecedentes institucionales de política monetaria. Los procedimientos del BCE en materia de personal y supervisión están diseñados de manera tal que permitan mantener al mínimo las presiones políticas externas a fin de garantizar la estabilidad de precios de manera creíble. Esto se ve reflejado, en parte, en el hecho que tanto uno de los miembros de la Comisión Europea como el Presidente del Consejo Europeo

pueden participar, pero no votar, en las reuniones del Consejo de Gobierno⁷. Sin embargo, durante la fase III de conformación de la UEM, la responsabilidad de los acuerdos de tipo de cambio y las revalorizaciones se mantienen bajo la competencia del Consejo de Ministros, lo que podría diluir algo de la independencia del BCE. El BCE debe presentarse ante el Parlamento Europeo para exponer su informe anual, pero está prohibido que el Parlamento Europeo influya en el BCE, sólo puede hacer preguntas y comentarios. Más aún, la independencia del Banco está respaldada en el hecho que las leyes del BCE no pueden modificarse salvo mediante la revisión del tratado con el consentimiento unánime de los Estados miembros de la UE (Sweet et al., 2001, p. 167).

En esta línea, Eichengreen (1993) afirma que en los países con una reputación de estabilidad de precios, la política monetaria se basa no sólo en independencia legal del banco central, sino en el apoyo público para sus políticas. Pero mientras que el Tratado de Maastricht se propone centralizar la política monetaria en el nivel comunitario, más allá de fomentar al BCE a coordinar las políticas de las autoridades nacionales responsables, el mismo no tiene disposición para cambiar la regulación bancaria de los Estados miembros de la comunidad que no forman parte de la eurozona (Eichengreen, 1993, p. 1344).

De este modo, Scheller (2006) señala que el BCE está encuadrado en el marco legal e institucional de la Comunidad Europea. Por tanto, lo que distingue al euro y al BCE de una moneda nacional y de un banco central nacional, respectivamente, es su estatus supranacional dentro de una comunidad de estados soberanos. El BCE es una autoridad central que ejecuta

⁷ Sobre el proceso de toma de decisión en el BCE se hará referencia en el Capítulo siguiente a fin de demostrar cómo opera en la práctica la independencia del BCE al analizar la *policy* a través de sus órganos intervinientes en el proceso de toma de decisión y la forma en que se materializan dichas decisiones. Se pretende evidenciar desde la propia actuación del Banco si tales presiones políticas externas son efectivamente neutralizadas.

la política monetaria de una zona económica integrada por los diecinueve Estados que gozan por lo demás de gran autonomía. Agrega que otra de las características específicas de la UEM es el hecho que la zona del euro no comprende todos los Estados miembros de la UE, lo que termina siendo una integración diferenciada. El autor destaca que los Estatutos y los Protocolos del Tratado de Maastricht forman parte integral de derecho comunitario, de lo que se infiere que la UEM no se rige por el derecho intergubernamental. A su vez afirma que el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea (CE) prevé la posibilidad de crear un Derecho Comunitario derivado en lo que respecta a la UEM donde se tratarían todos los aspectos que no figuran de forma exhaustiva en el Derecho comunitario primario, como los relacionados con el euro propiamente dicho (Scheller, 2006, pp. 30-31).

Más específicamente, y tal como exponen Zilioli y Selamy (2006) que la ley del BCE se deriva en primer lugar del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea (Tratado CE) y de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central (el Estatuto), que se anexa al Tratado CE como Protocolo. Estas disposiciones pueden llamarse, derecho primario del BCE. Además, el propio BCE ha contribuido al desarrollo de este campo especializado de Derecho comunitario adoptando, de conformidad con los artículos 110 CE y 34 del Estatuto, varios reglamentos, decisiones, recomendaciones, opiniones, así como directrices e instrucciones conforme con los art. 12.1 y 14.3 del Estatuto. Este cuerpo de ley del BCE también puede denominarse “derecho secundario del BCE”. Agregan que un factor que promueve continuidad y estabilidad en la *policy* del BCE es el hecho que sus fundamentos legales permanecieron intactos en estos primeros años. Las reformas de los tratados de Ámsterdam y Niza, que enmendaron muchas disposiciones del derecho

comunitario primario, no dieron lugar a cambios importantes con respecto a las disposiciones del derecho primario de la BCE (Zilioli & Selmayr, 2006, pp. 1-3).

Por su parte, Scheller (2006) señala que el Tratado de CE combina la independencia del BCE y la de los BCN en la consecución de los objetivos del Eurosistema con otras disposiciones que garantizan tanto la rendición de cuentas del BCE, de acuerdo con los principios democráticos como la eficacia del diálogo y la cooperación entre el BCE y las instituciones y los organismos comunitarios así como también la sujeción de la actuación del BCE a la jurisdicción del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, además está sometido al escrutinio externo en lo que refiere la gestión y a su integridad financiera. Así el autor señala que la independencia del BCE no es un fin en sí mismo, sino un elemento indispensable del ámbito de una política monetaria centrada en el objetivo de la estabilidad de precios (Scheller, 2006, p. 134).

En esta dirección, se entiende que la independencia de los bancos centrales es coherente con la existencia de un marco operativo descentralizado para ejecutar la política monetaria, en el que las decisiones sobre una única tasa de interés a corto plazo se hacen de manera centralizada y también deja margen para que el Banco evolucione. Esta independencia debe tener rango constitucional, o en el caso del BCE ser reconocida en el derecho primario. Todos los BCN de la zona del euro se hicieron totalmente independientes en el momento de la primera fase de la UEM (Moutot & Mongelli, 2008, p. 12).

Cabe agregar que el Tratado de la CE encomienda al SEBC las funciones de banca central de la zona del euro. No obstante, el SEBC no tiene personalidad jurídica propia, y debido a los diferentes niveles de integración existentes en la UEM, los actores reales que llevan a cabo las funciones básicas del SEBC son el BCE y los BCN de los países de la zona del euro,

es decir, el Eurosistema. Por lo tanto el BCE, tiene competencias propias que no han sido delegadas por las instituciones comunitarias sino que le han sido conferidas por el Tratado mismo. Esta característica distingue al BCE de otras agencias descentralizadas de la Comunidad, que aunque tienen personalidad jurídica propia ejercen las competencias que le han sido delegadas por las instituciones comunitarias. Así, dada la compleja estructura del SEBC es necesario entender que el término SEBC hace referencia a un marco institucional que crea un vínculo orgánico entre el BCE y los BCN. Dicho vínculo garantiza, por un lado, la centralización del proceso de adopción de decisiones, y por el otro, la realización de funciones conjuntas que el SEBC realiza conforme a la distribución de competencias y a los objetivos del sistema. De este modo se entiende que el SEBC comprende los BCN de todos los Estados miembros de la UE, incluidos aquéllos que no han adoptado el euro (Scheller, 2006, pp. 47-48).

En esta dirección, se puede afirmar que existen diversas razones de orden político y económico por las que, para desempeñar las funciones de banca central para el euro, se prefirió el establecimiento de un sistema en lugar de un único banco central. Entre las razones más relevantes sobresalen aquellas que refieren al hecho que el establecimiento de un único banco central para el conjunto de la zona del euro (que muy posiblemente implicase concentrar la actividad de banca central en un único lugar) no hubiera sido aceptable por razones políticas, además que la estructura del Eurosistema se fundamenta en la experiencia de los BCN, conservando su organización institucional, infraestructura, capacidad operativa y conocimientos específicos, donde los BCN siguen desempeñando funciones no relacionadas con el Eurosistema, dada la extensión geográfica de la zona del euro. A su vez, se estimó adecuado facilitar a las entidades de crédito un punto de acceso a las actividades

de banca central a cada uno de los Estados miembros participantes. Teniendo en cuenta la variedad de lenguas y culturas de la zona del euro, se consideró que las entidades nacionales (en lugar de una entidad supranacional) dispondrían de mejores condiciones para servir de punto de acceso al Eurosistema (Scheller, 2006, pp. 47-48).

Por otro lado, de acuerdo a lo dispuesto por los Estatutos del SEBC, los BCN de los países no pertenecientes a la zona del euro tienen el compromiso de respetar los principios de la estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad de precios. Asimismo, la pertenencia al SEBC implica diversos grados de cooperación activa con el Eurosistema en distintas áreas destacándose “El Mecanismo de Tipos de Cambio II” que constituye un marco de cooperación con el Eurosistema en materia de política monetaria y de tipos de cambio. Sin embargo, cabe señalar que excepto en el caso de las funciones atribuidas exclusivamente al BCE en su calidad de núcleo y líder del Eurosistema, los Estatutos del SEBC no precisan en qué medida corresponde al BCE o a los BCN desarrollar las actividades necesarias para aplicar las políticas del BCE. El reparto efectivo de la mayor parte de las actividades del Eurosistema se ha inspirado en el principio de descentralización, es decir que en la medida en que se estime posible y apropiado, el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del Eurosistema (Scheller, 2006, pp. 50-56).

En esta línea, y continuando con los argumentos presentados por Scheller (2006), se puede decir que el mecanismo de transmisión de la política monetaria es una compleja red de interacciones económicas, y los bancos se enfrentan a desacuerdos prolongados, variables e inciertos en la ejecución de la política monetaria. El grado de incertidumbre al que se enfrenta el BCE podría ser incluso mayor que el de otros bancos centrales, ya que es responsable de

una zona monetaria multinacional relativamente joven. Por otra parte, las modificaciones institucionales y del comportamiento que se produjeron a raíz de la adopción de la moneda única alteraron, en cierto modo, las relaciones entre diversas variables económicas. Así, el autor expone que la centralización a nivel comunitario sólo está justificada en el ámbito de la política monetaria y cambiaria debido a que la existencia de una moneda única es incompatible con la aplicación de políticas monetarias y cambiarias nacionales. La situación difiere en el caso de las políticas económicas (Scheller, 2006, p. 87).

De este modo, Scheller (2006) expone que a diferencia de lo que ocurre con la política monetaria y cambiaria, la política económica sigue siendo, en gran medida, responsabilidad de los Estados miembros. Con arreglo a lo establecido en el apartado 1 del artículo 4 del Tratado de la CE, la política económica de la Comunidad se basa en la estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, en el mercado interior y en la definición de objetivos comunes y se llevará a cabo de conformidad con el respeto al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia. En esta dirección, las Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE) constituyen el principal instrumento para la coordinación de las políticas económicas nacionales. Contienen orientaciones sobre la instrumentación general de la política económica y formulan recomendaciones específicas para cada Estado miembro y para la Comunidad. Sin embargo, las OGPE se adoptan en forma de recomendación y, por lo tanto, no son jurídicamente vinculantes ni exigibles, sino que se confía en la persuasión y en la «presión recíproca» para inducir a los gobiernos a tomar las medidas de política adecuadas (Scheller, 2006, p. 35).

Así, De Grauwe (2011b) expone que el hecho que mientras que la política monetaria está totalmente centralizada, los otros instrumentos de las políticas económicas han quedado

firmemente en manos de los gobiernos nacionales, siendo esta una seria falla de diseño de la eurozona. De este modo, el autor identifica dos problemas en la Unión Monetaria que requieren la acción de los gobiernos. En primer lugar, sugiere que existe una falla en la coordinación, donde los mercados financieros actuando a través de los mecanismos de la profecía auto-cumplida pueden conducir a los países a un equilibrio negativo. Esta falta de coordinación puede en principio ser resuelta mediante una acción colectiva dirigida a los países con el objeto de guiarlos en la consecución de un equilibrio positivo. En segundo lugar, la eurozona crea externalidades (principalmente a través del contagio). Al igual que con todas las externalidades, la acción gubernamental debe consistir en la internalización de las mismas (De Grauwe, 2011b, p. 12-14).

El autor señala que el grado de integración financiera en la Unión Monetaria es tal que cuando uno de sus miembros es empujado a un equilibrio negativo, afecta directamente a los demás países. En particular, los sistemas bancarios en estos países se vuelven más frágiles y vulnerables. Así, se entiende que dado este mecanismo de creación de externalidades se hace imposible aislar un problema financiero de un país del resto de la eurozona. Dicho de otro modo, cuando un país sufre un problema de deuda, se convierte en un problema para la eurozona en su conjunto. Se observa entonces una naturaleza sistémica en lo que refiere a los problemas de deudas soberanas de los miembros de la Unión Monetaria. De Grauwe entiende que estructura actual de gobernanza de la eurozona no ha contemplado en forma acabada dicha naturaleza sistémica. Afirma que la solución esta situación dependerá gran medida de un mayor grado de alcance de la Unión Política. Los economistas han subrayado que la Unión Política será necesaria para mantener la Unión Monetaria a largo plazo. Sin embargo, a decir de De Grauwe, está claro que actualmente no existe ninguna voluntad en Europa para

incrementar significativamente el grado de la Unión Política. Así, ante la falta de voluntad política la eurozona continúa siendo una construcción frágil (De Grauwe, 2011b, pp. 12-13).

Continuando con los argumentos de De Grauwe, cabe aclarar que el autor entiende que es necesario llevar a cabo una estrategia que permita dar pequeños pasos, no sólo para resolver la mayoría de los problemas inmediatos, sino también enviar señales de seriedad hacia el contexto internacional por parte de los responsables políticos europeos a fin de avanzar hacia la dirección de Unión Política. Así el autor entiende que uno de los pasos más significativos será lograr una unión presupuestaria como el instrumento de acción colectiva y de internalización. Mediante la consolidación de los presupuestos nacionales (centralización) en un presupuesto central se activaría un mecanismo de transferencia automática. El mismo funcionaría como un mecanismo seguro de transferencia de recursos al país afectado por un shock económico negativo. Además, esa consolidación crearía una autoridad fiscal común con capacidad para emitir deuda. De este modo se evitaría que los Estados miembros se vean obligados a incurrir en default por el impacto de los mercados financieros. También protegería la Unión Monetaria de las fuerzas centrífugas ejercen los mercados financieros (De Grauwe, 2011b, p. 13).

En esta línea Posner y Sykes (2012) exponen que en la práctica resulta difícil sostener los beneficios de la cooperación macroeconómica porque las políticas óptimas de cooperación son a menudo inciertas y cambiantes con el tiempo, resultando sumamente complejo elaborar reglas claras para la cooperación en muchas áreas. Además reconocen que a menudo es complicado o imposible diseñar mecanismos de aplicación automática creíbles. Así los autores argumentan que la crisis de la eurozona ha demostrado ser un ejemplo claro de lo que sucede cuando los gobiernos no logran coordinar sus políticas macroeconómicas. Se

evidenció de este modo el fracaso de los gobiernos y las instituciones europeas para evitar que Grecia tome demasiados préstamos y luego su dificultad en la coordinación de una respuesta a la crisis de deuda soberana en Grecia y de otros países de la periferia, lo que contribuyó a provocar y mantener la crisis financiera en Europa, sumiendo a gran parte del continente en una profunda recesión (Posner y Sykes 2012, p.1).

La crisis actual en la zona del Euro comenzó como una crisis de deuda soberana, pero, a decir de Posner y Sykes, el problema de la deuda soberana y la integración monetaria están estrechamente relacionados. El Tratado de Maastricht exigía a los Estados que para ser Estado miembro de la UEM debían satisfacer ciertas normas macroeconómicas (tales como una inflación baja y bajas proporciones deuda y déficit en relación al PIB). También incluía una cláusula de no rescate. Al parecer la idea era que ambas disposiciones persuadirían a los acreedores (y los votantes de los países más ricos) que los países más solventes como Alemania no tendrían que rescatar a los países más débiles como Grecia y reducir de este modo la debilidad de los países más débiles a fin de obligarlos a cumplir con políticas macroeconómicas sanas. Prácticamente todos los países violaron las normas macroeconómicas desde el principio (Posner y Sykes, 2012,p. 33-34).

En esta dirección, los autores reconocen que un intento de coordinación macroeconómica fue la creación en 2010 del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera con autoridad para otorgar préstamos a países sujetos al contagio (Posner y Sykes, 2012, p. 34) Sin embargo, De Grauwe señala que el problema de dicha institución es que nunca tendrá la credibilidad necesaria para detener las fuerzas del contagio, porque no puede garantizar que el dinero estará siempre disponible para pagar a los tenedores de bonos soberanos. Y afirma que sólo

el banco central tiene la capacidad de crear una cantidad ilimitada de dinero en efectivo pudiendo proporcionar dicha garantía (De Grauwe 2011a:,p.13).

Flexibilidad y Rigidez del derecho comunitario en cuestiones económico-financieras

A los fines de este análisis, es necesario hacer un balance respecto a las ventajas y desventajas del ordenamiento jurídico y la legalidad del Eurosistema en lo que refiere al tipo de normativa que contiene y su grado de flexibilidad y rigidez. Al respecto, y retomando los aportes expuestos en el Capítulo I de Abbott y Snidal (2001), los autores argumentan que cada una de las dimensiones pueden adquirir diversos grados de rigidez o flexibilidad dando lugar a una forma específica de acuerdo, añadiendo que dicha variación estará en gran medida influenciada por las presiones políticas y las normas informales (Abbott et al. 2000, p 401-2).

Entienden que las instituciones altamente legalizadas son aquellas en las que las reglas son obligatorias para las partes en función de las normas establecidas y principios del derecho internacional, adquiriendo especial relevancia la precisión de las mismas (que puede a su vez ser establecida mediante el ejercicio y la práctica de la autoridad delegada) así como también la existencia de una autoridad que las interpreta y aplica. Para los autores no existe ninguna línea divisoria entre las instituciones legalizadas y no legalizadas y consideran que en su lugar se identifica un *continuo* entre la configuración dura del derecho y las diversas formas blandas del derecho, en donde la combinación de diversas características propias de cada dimensión dará lugar a un tipo específico de legalización. Particularmente relevante, desde esta óptica, es el hecho que en todos los niveles de legalización se observa una interrelación entre lo legal y lo político, lo cual no sólo dificulta la identificación de los efectos causales de la legalización y el modo en que esta influencia el comportamiento de los estados; sino

que también obstaculiza el reconocimiento de las razones por las cuales estos sujetos se comprometen con las normas (Abbott et al. 2000, p. 418-19).

En este contexto, tanto el Tratado de Maastricht como los sucesivos tratados, al ser analizados holísticamente permitieron dar cuenta que su grado de rigidez deriva tanto de la sustancia como de la profundidad del fenómeno que regulan y de la estructura diseñada para la aplicación y vigilancia del mismo. En este sentido se puede decir que los miembros de la UEM a fin de brindar señales sólidas de un compromiso creíble consideraron acertado establecer determinados requisitos a cumplir por parte de los estados para ser considerado miembros de dicha Unión a los fines de restringir algunos aspectos de su soberanía y a su vez condicionar el comportamiento de dichos sujetos. La credibilidad de los acuerdos estuvo solventada por la reducción de la auto-interpretación así como también por restricción de comportamientos oportunistas, con el objeto de garantizar el reconocimiento del euro como moneda común e internacional. En suma los miembros de la UEM concluyeron acuerdos que buscaron garantizaran una credibilidad *ex ante* en desmedro de una flexibilidad *ex pos*.

Por tanto, existen quienes reconocen como Roy y Domínguez (2009) que el Tratado de Maastricht dio forma de la UEM y dispuso las etapas y los requisitos necesarios para formar parte de la eurozona, además de establecer la estructura necesaria para mantener la viabilidad de la moneda común. A pesar del hecho que ciertas medidas reconocidas en el Tratado de Maastricht han sido criticadas como rígidas y contraproducentes, el Tratado de Lisboa las mantuvo. Para los autores estos requisitos han demostrados ser vitales para garantizar el reconocimiento mundial del euro como moneda común e internacional (Roy & Domínguez, 2009, p. 204).

Mientras que a decir de Posner y Skyes (2012), la Unión Monetaria estableció un sistema rígido basado en tratados que no podía manejar grandes perturbaciones macroeconómicas y las consecuencias políticas derivadas de las mismas. Agregan que el problema con el Tratado de Maastricht no radica en el hecho que los criterios macroeconómicos fuesen demasiado débiles sino que no fueron respetados y debidamente implementados, evidenciando la dificultad de configurar un mecanismo de aplicación automática. Así, los autores entienden que la experiencia europea proporciona una importante lección sobre los límites del derecho internacional, entendiendo que si bien la política macroeconómica crea externalidades que los países pueden superar a través de la cooperación, la incertidumbre sobre la política óptima y la dificultad de aplicar mecanismos de aplicación automática en un entorno volátil han socavado la mayoría de los esfuerzos para cooperar y avanzar así en la Unión Monetaria (Posner & Sykes, 2012, pp. 35-36).

Puntualmente en lo que refiere al rol del BCE en la crisis de la eurozona, el Estatuto del SEBC (artículo 21) señala que:

“queda prohibida la autorización de descubiertos y la concesión de otro tipo de créditos por parte del BCE o de los BCN en favor de instituciones u organismos comunitarios, Gobiernos Centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros”.

Asimismo, queda igualmente prohibida la adquisición directa de instrumentos de deuda por parte del BCE o BCN. Sin embargo, el art 18 del Estatuto habilita a BCE a operar en los mercados financieros comprando instrumentos negociables y a realizar operaciones de crédito (arts 18 y 21 del Estatuto de SEBC).

En este respecto, De Grauwe argumenta que la distinción entre estos dos tipos de operaciones es importante y a menudo se confunde. Según su estatuto, se permite al BCE

comprar bonos en los mercados secundarios en el marco de sus operaciones de mercado abierto. De esta manera, el BCE no proporciona crédito a los gobiernos. Lo que hace es proporcionar liquidez a los tenedores de estos bonos de gobierno. De ninguna manera puede esto ser interpretado como un financiamiento monetario del déficit presupuestario de gobierno. Así el autor afirma para que el BCE tenga éxito en la estabilización de los mercados de bonos soberanos de la eurozona, tendrá que dejar en claro que está plenamente comprometido a ejercer su función de prestamista de última instancia. Mediante la creación de confianza, dicho compromiso asegurará que el BCE no tiene por qué intervenir constantemente en los mercados de bonos de Gobierno.

A lo anterior el autor añade que si bien el recurso de prestamista de último instancia del BCE funciona como soporte en los mercados de bonos soberanos y es una característica necesaria de la gobernanza de la eurozona, esta no es suficiente. Con el fin de prevenir futuras crisis en la eurozona será necesario que se tomen medidas importantes hacia mayor unificación política. Si bien algunas de estas medidas fueron tomadas recientemente, cuando el Consejo Europeo decidió reforzar el control sobre los procesos presupuestarios nacionales y políticas macroeconómicas nacionales, estas decisiones son insuficientes requiriendo de cambios más fundamentales en la gobernanza de la eurozona. En este sentido dichos cambios deben ser tales que permitan al BCE confiar que en el ejercicio de su rol de prestamista de última instancia en los mercados de bonos de Gobierno no dará lugar a una interminable dinámica de creación de deuda(De Grauwe, 2011a, pp. 12-14).

En esta línea de análisis y considerando el rol de BCE en la crisis de la zona del euro, Posner y Sykes (2012) agregan que a raíz de la Unión Monetaria, el BCE no puede elegir la política monetaria óptima para cada país por separado puesto que existe una sola fuente de

dinero. En cambio, debe equilibrar los intereses de Alemania y Grecia, así como las de los demás países de la eurozona y elegir una política monetaria que sea óptima para la Unión en su conjunto (Posner & Sykes, 2012, p. 31). El análisis de la *policy* del BCE que se desarrollará en el próximo capítulo, tiene como finalidad demostrar la intervención de dicha institución en la crisis y reflexionar sobre el tipo de equilibrio que dicha *policy* privilegió.

En suma, de los argumentos planteados por De Grauwe y Posner y Sykes se puede decir que, a modo de explicar las dificultades ante las que se encuentran los miembros de la UE para dar una solución efectiva a la prolongada crisis económica y financiera de la que están siendo víctimas, resulta necesario dar cuenta de diversos ángulos bajo los cuales forma complementaria dicha situación debe ser analizada. Así se entiende que tanto la rigidez del Tratado de Maastricht, como la de los sucesivos tratados concluidos en la UE; la complejidad de la estructura institucional del Eurosistema; la falta de coordinación de políticas macroeconómicas; la ausencia de mecanismos que garanticen el cumplimiento de las normas y requisitos de los diversos instrumentos jurídicos; y la escasa voluntad política en pos de profundizar la integración de la incompleta UEM (a modo de alcanzar una Unión Política), resultan ser determinantes al momento de brindar respuestas superadoras que permitan sortear los obstáculos que la propia crisis impone.

Consideraciones preliminares

El presente capítulo tuvo por objeto determinar que en qué medida la rigidez o flexibilidad del ordenamiento jurídico y de la legalización del SME condicionaron el accionar de las instituciones y miembros de la UE al momento de brindar respuestas eficientes ante la profunda crisis económica y financiera en la que se encuentran envueltos desde el estallido de la crisis financiera internacional.

Al respecto, y entendiendo que los asuntos de política económica suponen una amplia gama de costos para la soberanía de los estados y por lo tanto para la legalización, se pretendió identificar el grado de institucionalidad de los acuerdos que los miembros de la UE han llevado a cabo a fin de establecer una UEM sustentable. En este punto se observó que el Tratado de Maastricht estableció una serie organismos que representan una estructura organizacional estable y aparato administrativo concreto, facilitando la centralización y la coordinación de las actividades colectivas de los miembros de la eurozona. Sin embargo, dado que la UEM es una integración diferencial se pudo identificar una compleja estructura en lo que respecta al SEBC manifestada por el vínculo orgánico existente entre el BCE y los BCN. Si bien estos organismos convergen en la coordinación de políticas monetarias y tipos de cambio, la imprecisión de los Estatutos no permite dar cuenta ante quien recae la responsabilidad de desarrollar las actividades que permitan aplicar las políticas definidas por el BCE: Aunque por otro lado son claros cuando establecen que el BCE no tiene la potestad para interferir en la política cambiaria de los BCN de los países no miembros.

La existencia de compromisos duros y blandos en materia económica y monetaria de la UEM se inscribe en un *continuum* donde algunos aspectos de la legalización se relajan ante determinados asuntos mientras que otros se refuerzan. De este modo y entendiendo que la legalización es uno de los principales mecanismos por el cual los Estados pueden aumentar la credibilidad de sus compromisos, se pudo determinar que en lo que respecta a la Unión Monetaria tanto la obligación como la delegación son altas mientras que la precisión es baja, evidenciando un alto grado de institucionalización. Esto tiene su fundamento en el fuerte compromiso existente de los miembros de la eurozona con la reducción de la soberanía en lo que refiere a la política monetaria la cual es delegada a un órgano supranacional y además,

por el hecho que el BCE debe rendir cuentas al Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea así como también porque se encuentra sometido al escrutinio externo.

Cabe señalar que del análisis desarrollado se evidenció el hecho que la SME es un fenómeno que no tiene precedente en la historia. Si bien en algunos aspectos se han replicado patrones predominantes en el sistema monetario internacional (como las limitaciones que el mercado y la economía impusieron a la legalización durante la primera fase de la UEM), así como también por el hecho que existen disposiciones tanto duras como blandas en determinados aspectos como los que refieren a la liquidez y a las cuenta de capital. Sin embargo, lo distintivo de la UEM es el hecho que al ser una integración diferenciada, combina aspectos del derecho internacional, nacional y supranacional. Adquiere relevancia destacar que la propia arquitectura institucional del sistema reconoce como regidos por el derecho comunitario a determinados organismos, mientras que otros no tienen el mismo carácter e inclusive algunos pueden ser fuente de un derecho comunitario derivado, lo cual acentúa aún más la complejidad del fenómeno.

A su vez es importante destacar que con el objeto de garantizar el reconocimiento del Euro como moneda y símbolo de la UEM, sus miembros concluyeron acuerdos que buscaron garantizaran una credibilidad *ex ante* en desmedro de una flexibilidad *ex pos*. Sin embargo, ante el estallido de la crisis económica y financiera en la zona del euro, estos acuerdos resultaron ser ineficientes al momento de lidiar con la incertidumbre propia de dicha situación dado que la falta de flexibilidad de los mismos imposibilitó la adopción de medidas superadoras que pudieran brindar una solución definitiva a la crisis.

De este modo, se observó una falla en el diseño de la eurozona en tanto que las políticas monetarias se encuentran fuertemente centralizadas mientras que las económicas han

quedado a cargo de los gobiernos nacionales. La crisis puso en evidencia que la carencia de mecanismos de aplicación automática en lo que respecta a la coordinación de políticas macroeconómicas socavó los esfuerzos para poder lograr una cooperación efectiva y avanzar en la implementación de medidas eficientes.

Así se puede decir que la UE es un claro ejemplo de cómo una integración puede al mismo tiempo ser tanto parcial como completa, entendiendo que si bien en algunas áreas ha logrado una integración completa, en los aspectos económicos no logra resolver el grado compromiso y el modo de aplicación de los mismos dada la diversidad de intereses políticos existentes.

En suma, se puede decir que el derecho internacional si bien ha contribuido en gran medida en el diseño y la estructuración de la arquitectura del SME y de la UEM, cabe señalar que al tratarse de un fenómeno único y sin antecedentes en la historia, es necesario comprender que las lecciones derivadas de la crisis de la eurozona suponen un gran desafío para el derecho comunitario. En este sentido, será necesario continuar avanzado sobre la evolución y desarrollo del mismo, a fin de poder adaptarse a los constantes cambios del sistema internacional y poder de este modo lidiar con la incertidumbre y la desestabilización que supone una economía altamente globalizada. Para tal fin, será necesario superar el tradicional *trade off* que existe entre derecho duro y blando, y comenzar a pensar el derecho en términos holísticos con el objeto de lograr un equilibrio óptimo, sólo bajo estas condiciones la legalización puede continuar siendo un mecanismo eficiente para lograr compromisos creíbles.

CAPÍTULO IV

El presente capítulo tiene por objeto explicar el rol y la *policy* del BCE a la luz de su intervención en la crisis de la zona del euro. En este sentido cabe señalar que el estallido de la crisis a nivel internacional supuso para el BCE un gran desafío, en tanto que la prohibición de asumir un rol de prestamista de última instancia para las deudas soberanas resultó ser un agravante en dicho contexto, ya que se comenzaron a suceder desequilibrios macroeconómicos miembros de la eurozona, profundizando aún más la delicada situación macroeconómica de los miembros de la UEM.

Para tal fin, en una primera instancia se presentará el marco teórico a través del cual será analizada la *policy* del BCE, entendiendo que la misma representa de una forma concreta la materialización del resultado de un proceso de toma de decisión. En línea con los argumentos expuestos en el Capítulo II sobre el modo en que las ideas son influenciadas por las creencias y los mapas mentales de los tomadores de decisión, se entiende que el abordaje y análisis del proceso de toma de decisión resulta en esta instancia trascendental a fin de comprender el accionar del BCE en la crisis.

En este sentido, será necesario comprender cómo funciona el proceso de toma de decisión al interior del BCE, para luego reflexionar sobre el rol y el tipo de intervención que dicha institución ejerció durante la crisis, y el impacto de las referidas decisiones en la eurozona al momento de aplicar los diversos programas de rescate así como los demás instrumentos de política que el BCE utilizó en pos de responder a los desbalances provocados por los países de la periferia. De este modo, se procurará describir la puesta en práctica de esa *policy* a través los diversos programas creados *ad hoc* para comprar dudas deudas soberanas de los Estados miembros de la UEM más afectados por la crisis. Para tal fin, se realizará un estudio

comparado del rescate de deuda soberana de los llamados PIIGS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España por sus siglas en ingles) en el marco de los referidos programas. El análisis en cuestión permitirá evidenciar cómo funcionan en la práctica las ideas sostenidas por los principales actores y tomadores de decisión, tanto al interior del BCE como de los responsables políticos, así como también identificar en qué medida el acervo normativo condicionan la capacidad de respuesta del BCE a la crisis.

En esta dirección, serán de utilidad para el abordar la *policy* del BCE durante la crisis de la zona del euro los aportes de Moutot y Mongelli (2008) y Heidebrecht (2015) los fines de exponer el proceso de toma de decisión en la referida institución, para luego en base a los argumentos desarrollados por Micossi (2015) analizar la evolución del accionar del BCE desde el estallido de la crisis de Lehman Brother hasta el año 2015 y por último en función de los aportes de McBride y Alessi (2015) y Saka (et. al., 2014) se demostrará el tipo y grado de influencia que tanto los tomadores de decisión al interior BCE como los actores políticos más relevantes de la UEM ejercieron en la *policy* del BCE.

Tal como se expuso en los capítulos anteriores, originalmente el BCE fue creado para perseguir la estabilidad de precios, teniendo también en cuenta el crecimiento económico y la estabilidad financiera como objetivos subsidiarios, una vez que se alcanzara el objetivo principal. Sin embargo, y a decir de Micossi (2015), la aplicación de una política monetaria única en un área económica diversa ha implicado una pronunciada prociclicidad en sus efectos económicos reales en la periferia de la eurozona. Posteriormente, la política monetaria se convirtió en el principal instrumento de política para hacer frente a la inestabilidad financiera provocada por el fracaso de Lehman Brother y la crisis de la deuda soberana en la eurozona (Micossi, 2015).

Sin embargo, mientras que la previsión de inflación es central en el análisis de políticas y debates, tanto dentro de los órganos rectores del BCE como en las presentaciones públicas, el BCE no se adhiere a una estrategia formal de fijación de metas inflación, que implica reacciones cuasi-automáticas a las desviaciones de la inflación previstas en un horizonte de tiempo predeterminado. Por el contrario, basa sus acciones en una estrategia más flexible tanto en lo que respecta a las variables económicas tomadas en consideración, como en el horizonte temporal pertinente para responder a los shocks en la economía. Por lo tanto, al evaluar la respuesta adecuada a una crisis o a una nueva amenaza a la estabilidad de los precios, las fuentes y la naturaleza dicho shock, pueden implicar respuestas diferentes. En este contexto, el BCE ha incluido siempre la estabilidad financiera entre los factores a tener en cuenta, debido al impacto potencial de los desequilibrios financieros sobre la evolución de la producción y de los precios (Micossi, 2015, p. 3).

El proceso de toma de decisión en el BCE

Tomando como referencia los lineamientos por Moutot y Mongelli (2008), este apartado tiene por objeto explicar en forma breve cómo es el proceso de toma de decisión en el BCE, en tanto que dicho proceso será importante al momento de analizar cómo operan las variables abordadas en los capítulos previos en lo que refiere a la puesta en práctica del mandato del BCE *vis á vis* el estallido de la crisis, así como también conocer el tipo de influencia que ejerce el entramado institucional en el mencionado proceso. En sentido, se entiende que la utilidad de abordar este proceso, radica en el hecho que permite sintetizar de manera esquemática cómo en la práctica los resultados del proceso de decisión están en consonancia con las ideas, creencias e intereses abordados en el Capítulo II y cómo los órganos y el entramado institucional abordado en el Capítulo III, son puestos a prueba ante el estallido de

la crisis de Lehman Brothers. Así, se estará en condiciones de comprender cómo es el proceso de toma de decisiones del BCE al responder a la crisis.

A fin de comenzar el análisis, y en concordancia con lo desarrollado en el Capítulo II, es necesario destacar que en el Eurosistema el vínculo entre el marco operativo y la estrategia a seguir se desprende del principio (establecido en la fase temprana por el IME) de que la aplicación de la política monetaria en la zona del euro se basaría en el control de una tasa de interés de corto plazo definida adecuadamente. Por lo tanto, un requisito clave del marco operativo del Eurosistema estará regido por su capacidad para garantizar un buen control con respecto a las tasas de interés a corto plazo. La aplicación de este principio fue una de las prioridades en el diseño del marco operativo del Eurosistema, llevado a cabo por el IME y todos los BCN participantes durante la Segunda Etapa de la UEM entre 1994 y 1998 (Issing et al, 2001, p. 112).

Así, y a decir de Moutot y Mongelli (2008), si bien la política monetaria del BCE ha recibido una atención considerable en los últimos años, su proceso de preparación y de toma de decisiones no evidenció el mismo nivel de atención. Por tanto, se torna relevante analizar cómo los factores considerados generalmente críticos para el éxito de un sistema bancario central y la naturaleza federal del Eurosistema están entrelazados con su diseño general y en el funcionamiento de la arquitectura de su comité. En particular, examinar los procedimientos de preparación de las decisiones de política monetaria y el papel que desempeñan tanto los órganos de decisión y los comités (Moutot & Mongelli, 2008, p. 4).

En líneas generales, el BCE se compone de tres órganos decisorios: el Consejo General, el Consejo Ejecutivo y el Consejo de Gobierno. El Consejo General, que funciona fundamentalmente como un órgano asesor para el BCE, incluye a todos los gobernadores de

los bancos centrales nacionales de la UE, así como al presidente y vicepresidente del BCE. El Consejo Ejecutivo del BCE, centro de operaciones cotidianas y de toma de decisiones, está compuesta por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros del BCE, todos nombrados por el Consejo Europeo. El Consejo de Gobierno está integrado por la totalidad del Consejo Ejecutivo y por todos los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países que utilizan el euro, y se reúne cada dos meses para adoptar decisiones sobre política monetaria para la zona del euro (McBride & Alessi, 2015, p. 1).

Más específicamente, el Tratado de Maastricht y en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, establecieron para el Eurosistema una estructura basada en la toma de decisiones centralizada y la implementación descentralizada. En el Eurosistema, los Bancos Centrales Nacionales (BCN) de la zona del euro realizan casi todas las tareas operativas, evidenciando una estructura federal que se encarga de una serie de estas tareas que requieren para su ejecución una infraestructura regional y nacional subyacente que ha sido establecida por los BCN. Por otra parte, el Consejo de Gobierno del BCE centraliza las decisiones sobre política monetaria y otros asuntos de todo el Eurosistema (Moutot & Mongelli, 2008, p. 5).

Por lo que refiere a la adopción de decisiones en materia de política monetaria en el Eurosistema, cabe señalar que las mismas se basan en una estructura de comités de dos niveles, en la que el Consejo Ejecutivo del BCE se encarga de preparar las decisiones de política monetaria y el Consejo de Gobierno tiene la responsabilidad colectiva de las decisiones de política monetaria. Más aún, las decisiones de política monetaria se basan en la estrategia de política monetaria del BCE. En este sentido, el Consejo Ejecutivo desempeña un papel especial tomando la iniciativa en los preparativos de la política monetaria que serán

votadas por los miembros del Consejo de Gobierno. A este respecto, se asemeja a la estructura de los órganos de decisión adoptados por el Sistema de la Reserva Federal y el Bundesbank antes de la UEM (Moutot & Mongelli, 2008, p. 5).

Asimismo, se puede decir que los comités técnicos, en los que participan todos los BCN, contribuyen al procesamiento regular de una gran cantidad de datos económicos, financieros y monetarios, así como a la creación de consenso a nivel del Consejo de Gobierno. Por su parte, la estructura de comisiones de pleno derecho también ha contribuido a la buena integración de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria del Eurosistema (Moutot & Mongelli, 2008, p. 4).

Más específicamente, las decisiones de política monetaria son tomadas por el Comité de Política Monetaria de manera colectiva. Cabe agregar que la eficiencia de la toma de decisiones de la política monetaria por parte de los comités depende de sus procedimientos de votación y del tipo de información con la que se cuenta en el momento necesario de tomar la decisión. El tamaño óptimo de un comité de política monetaria depende de varios factores, como el tamaño del área monetaria. Al mismo tiempo, el tamaño de los comités técnicos puede superar el de los comités de políticas debido a su enfoque principal en la recopilación de información.

El nivel de interacción entre el BCE y los BCN en las tres fases del proceso de toma de decisiones -es decir, preparación, decisión y ejecución- varía, pero a la luz de la estructura descentralizada del Eurosistema, los BCN desempeñan un papel importante. El Consejo de Gobierno, fija los tipos de interés basados en el consenso. Por otra parte, la estructura de los comités de pleno derecho ha contribuido a la buena integración de los Estados miembros que

no forman parte de la zona del euro en el proceso de decisión de la política monetaria del Eurosistema (Moutot & Mongelli, 2008, p. 50).

Por lo que respecta a las decisiones en materia financiera, cabe señalar que el Consejo de Gobierno ha aclarado sus reservas sobre la pre-anunciación de un patrón de tasas de interés y ha enfatizado la importancia de evitar reacciones mecánicas a un solo indicador, pronóstico o regla de tasa de interés. En su lugar, se basa en la capacidad de los mercados financieros para hacer su propia evaluación en función de la información disponible en relación con las condiciones económicas de la zona del euro y la economía mundial (Moutot & Mongelli, 2008, p. 42).

Entendiendo que los principales órganos de decisión son el Consejo Ejecutivo del BCE y el Consejo de Gobierno y dado que los gobernadores nacionales son nombrados de acuerdo con sus respectivas circunscripciones nacionales, el nombramiento del Consejo Ejecutivo, incluido el Presidente del BCE, pasa a ser un asunto europeo. Según el Tratado (artículo 283.2), el Presidente, el Vicepresidente y los demás miembros del Consejo Ejecutivo serán nombrados por el Consejo Europeo, por mayoría cualificada, entre personas de reconocido prestigio y experiencia profesional en materia de política monetaria o asuntos bancarios, previa recomendación del Consejo, previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Así pues, en realidad son los gobiernos nacionales los que nombran miembros del Consejo Ejecutivo (y del Consejo de Gobierno) del BCE (Heidebrecht, 2015, p. 8).

Este punto es particularmente relevante, entendiendo que los bancos centrales son instituciones extraordinariamente independientes, por lo que adquiere importancia el hecho de identificar los canales de transmisión entre política y BCE, a fin de evaluar la influencia

de la política en la política monetaria. En este sentido, y en consonancia con los argumentos expuestos Heidebrecht (2015) se identifican tres canales: los nombramientos del Banco Central; la instrucción directa de las políticas deseadas del gobierno y las amenazas de socavamiento y reorganización de los respectivos gobiernos. Sin embargo, con respecto a la extraordinaria independencia del BCE (tal como se expuso en el Capítulo anterior), los gobiernos delegan algunos de estos canales por ser parte de la UEM. Por lo que refiere al primer canal cabe señalar que la posibilidad de amenazar al Banco Central no es viable dado que los cambios en el mandato del BCE requieren unanimidad entre todos los Estados miembros de la Unión Europea. Asimismo, en cuanto al segundo canal las autoridades fiscales nacionales tienen un margen de maniobra muy limitado debido a acuerdos como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el Pacto Fiscal. Más aún, el Tratado prohíbe toda influencia política sobre la formulación de políticas del BCE, por lo que se vislumbra el hecho que en el marco de la UEM, uno de los principales canales de influencia política sobre el banco central es la selección de los propios responsables políticos (Heidebrecht, 2015, p. 3).

En breve, se puede decir que lo hasta aquí expuesto a los fines de este trabajo es particularmente relevante al momento de abordar la *policy* del BCE, la cual se encuentra claramente atravesada tanto por el proceso “formal” de toma de decisiones y sus respectivos órganos regulados por el Estatutos del BCE y del SEBC, como por el modo en que los responsables políticos de cada Estado miembro nombrados ante el BCE canalizan los intereses nacionales al interior de la referida institución. De esto se deriva, que aquellos Estados miembros que tienen un mayor peso en el Eurosistema, estarán en ventaja respecto

de quienes necesitan formar colisiones para poder influir en la decisión final. Sobre este punto, se reflexionará en el último apartado del presente Capítulo.

Los PIIGS en el Eurosistema antes y durante la crisis

Previo al abordaje de los programas implementados por el BCE tras el estallido de la caída de Lehman Brother, a través de los cuales se preveía el rescate de deuda soberana de los PIIGS, será necesario hacer referencia al comportamiento que las principales variables económico-financieras éstos países evidenciaban antes y después del estallido de la crisis de Lehman Brother. Esto permitirá conocer el modo en que impacta en la práctica la *policy* del BCE en la macroeconomía de los Estados miembros y en el Eurosistema en general. De este modo, se estará en condiciones de identificar el rol que ocupa dicha institución en la UEM y el modo en que opera la *policy* del BCE en la práctica a través de su gestión en materia monetaria como financiera. Este análisis servirá de base para comprender como se transmite y cómo impacta la *policy* del BCE en las economías de los PIIGS, a fin de facilitar la reflexión sobre el efecto de los programas de rescate de deuda soberana que se analizarán en el próximo apartado.

En esta dirección, es preciso señalar que previo a la crisis, las operaciones del Eurosistema consistían principalmente en facilidades de refinanciación bancaria, en su mayoría en forma de operaciones inversas concedidas contra garantías elegible que incluían: operaciones de refinación de corto plazo (MRO, una semana), las de largo plazo (LTRO, tres meses), las operaciones de ajuste, la emisión de certificados de deuda del BCE y la facilidades de préstamos marginales y depósito permanentes a disposición de los bancos para atraer o depositar fondos para facilitar la liquidez. De este modo, el BCE a través de las operaciones inversas minimiza los riesgos de mercado y de crédito asumidos (Micossi, 2015, p. 4).

Más específicamente, puede decirse que las MRO son el principal instrumento de política monetaria y la tasa de interés aplicada a estas operaciones es la principal tasa oficial de referencia. La tasa aplicada a los préstamos marginales y la tasa pagada sobre los depósitos de los bancos en la facilidad de depósito permanente, establecen efectivamente un techo y un piso dentro del cual puede flotar. El tipo de interés de referencia de los mercados monetarios de la eurozona es el EONIA (Euro OverNight Index Average), dejando lugar para que otros tipos del mercado monetario se ajusten en respuesta. Los activos de garantía admisibles se definen en una lista única de activos, que abarca los instrumentos negociables y no negociables que cumplen criterios uniformes a escala del euro especificados por el BCE (los instrumentos no negociables no pueden utilizarse para operaciones nocturnas). Las entidades de crédito sujetas a los requisitos mínimos de reservas del sistema y a la supervisión «de alta calidad» por al menos una autoridad nacional de un país miembro, son las contrapartes elegibles de las operaciones monetarias del Eurosistema (Micossi, 2015, p. 5).

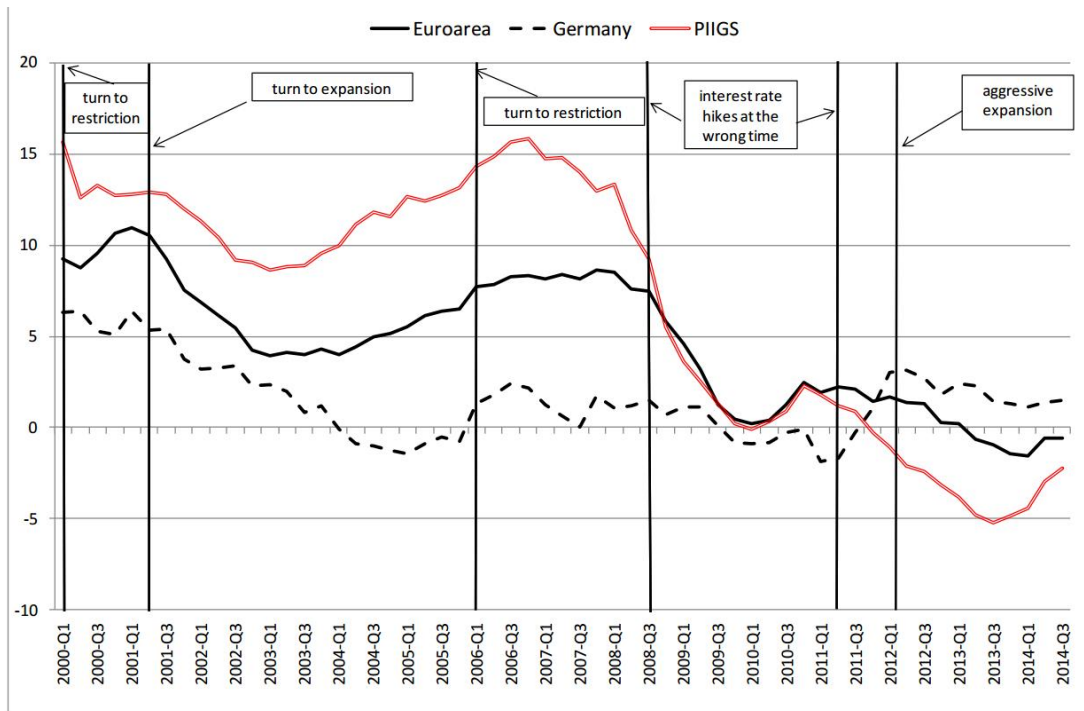
En este contexto, una característica importante a destacar es la diferente evolución de las condiciones monetarias en el centro y la periferia de la eurozona. Las contribuciones nacionales al crecimiento agregado de oferta monetaria M3⁸ en la eurozona están expuestas a una variación real. En los primeros años del Eurosistema, la M3 estaba creciendo más rápidamente en la periferia que en el centro, y luego cayó más fuertemente después del inicio de la crisis financiera. Más específicamente, en Irlanda y en España hubo un auge real impulsado por el crédito que duró hasta el verano de 2007, y luego una fuerte caída hasta 2012. Mientras que en Grecia el crecimiento se mantuvo boyante de M3 hasta septiembre de

⁸ M3: Esta es la definición más amplia y menos líquida de dinero que se utiliza en la Eurozona. Añade a M2 el dinero invertido en otros instrumentos financieros (no ya en depósitos bancarios). Fundamentalmente en (1) fondos del mercado monetario; (2) cesiones temporales de activos y (3) títulos de deuda privada o pública de vencimiento menor a dos años (Castañeda, 2012).

2008, y consecuentemente se contrajo hasta el verano de 2012. En todos estos casos, la crisis griega provocó una recesión más o menos duradera hasta mediados de 2012. En Italia, el impacto inicial del “shock de Lehman” en M3 fue moderado, pero luego hubo una recaída mayor en 2011, cuando el país se enredó en la crisis de la deuda soberana. En Alemania, por otro lado, el choque inicial sobre el crecimiento del M3, aunque no despreciable, fue considerablemente menos intenso que en la periferia, retomando a mediados de 2010 tasas de crecimiento positivas (Micossi, 2015, p. 8).

Por lo que refiere al crédito, cabe señalar que la importancia del mismo radica en el hecho que el BCE supervisa el crecimiento agregado del crédito muy de cerca, en tanto el mismo es un indicador de las fuerzas subyacentes que impulsan el crecimiento monetario. Entre los años 2003 y 2007 los PIIGS han experimentado variaciones mucho mayores mientras que Alemania evidenció una expansión en esos años y contracción en 2008-09, y tras el estallido de la crisis griega una recaída. Al analizar la evolución de este indicador, se observa que tal como representa el Gráfico 1, en 2003-05 los PIIGS evidenciaron una postura monetaria laxa, probablemente coherente con la necesidad de abordar la moderada recuperación de la economía alemana, reflejada en la débil demanda de crédito en ese país. A su vez, la crisis griega sólo tuvo un impacto limitado en el crecimiento del crédito en Alemania, que volvió a terreno positivo ya en 2011 y se mantuvo muy por encima de la media de la eurozona en 2012 (Micossi, 2015, pp. 7-8).

Gráfico 1: Crédito para sector privado no financiero (tasas de crecimiento anual, %)



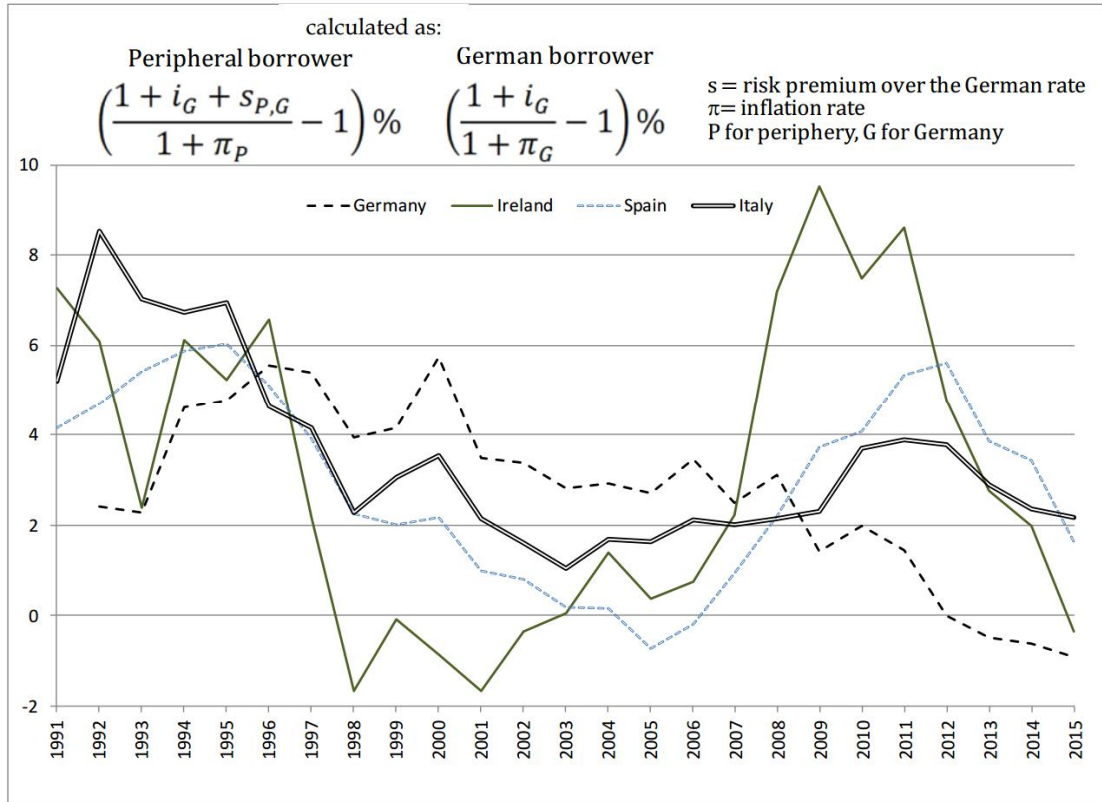
Fuente: BIS, datos trimestrales. Crédito se define como el total de crédito de todos los sectores préstamos a corporaciones no financieras, hogares y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares. Los PIIGS agregado se calcula basado en acciones del país en el PIB total (Micossi, 2015, p. 9).

El Gráfico 1 refleja los principales puntos de inflexión en la política del BCE, los cuales responden claramente al desarrollo monetario en el centro, pero en ocasiones parecen no muy positivas a la luz de las condiciones económicas de la periferia. Por ejemplo, el giro a la restricción en 2006 no llega hasta que se acelera el crédito en Alemania, y probablemente demasiado tarde para frenar el excesivo crecimiento del crédito en la periferia. En 2008 y 2011, el BCE elevó las tasas de interés en el momento equivocado, en vista de la rápida caída del crecimiento del crédito en la periferia, pero probablemente coherente con la evolución de Alemania. Del mismo modo, la disminución de las tasas de interés en 2011 y 2012 fue menos agresiva que la que se habría justificado dada la caída del crecimiento del crédito en la periferia (Micossi, 2015, p. 9).

Estos acontecimientos ponen de relieve la dificultad de gestionar diversas economías con una política monetaria. La economía de la eurozona está segmentada a nivel nacional por las rigideces del mercado de distinto tipo que conducen a tasas de inflación persistentemente divergentes. Durante los primeros años la política monetaria única, en lugar de alinearlas en consonancia del uno con el otro, ha alimentado la divergencia. Pero, luego que el sentimiento del mercado se revirtiera y los inversores financieros comenzaron a dudar de la sostenibilidad de las deudas soberanas de algunos miembros de la eurozona, las condiciones monetarias y financieras en la periferia volvieron excesivamente restrictivas y combinada con la austeridad presupuestaria agravaron la caída en la actividad económica (Micossi, 2015, p. 10).

Esta divergencia son resaltadas por la evolución de las tasas de interés reales a largo plazo (10 años) de los bonos soberanos (Gráfico 2), que está determinada por tres componentes: 1) el nivel de la tasa de interés alemán (nominal) que es el ancla nominal, 2) una prima de riesgo que refleja la evaluación de los inversores de la evolución a futuro de los presupuestos del gobierno y los fundamentos económicos de los otros miembros de la eurozona (periférica) y 3) las tasas de inflación nacional. En la práctica, el papel primordial en la determinación de los tipos de interés reales fue el de la prima de riesgo, que por momentos para algunos países periféricos sirvió para incorporar el riesgo soberano de una “redenominación” de las deudas nacionales, es decir, de la salida del euro (Micossi, 2015, p. 10).

Gráfico 2: Tasa de interés a largo plazo (%)



Fuente: Ameco and OCDE, anual data (Micossi, 2015, p. 10).

Tal como se aprecia en el Gráfico 2, desde finales de los años noventa los tipos de interés reales en la periferia caían por debajo del tipo de interés alemán, debido a que la prima de riesgo cayó abruptamente en anticipación al inicio del euro, que inicialmente eliminó de un solo golpe el riesgo de depreciación del tipo de cambio y, posiblemente también, a ojos de los inversionistas, el de las deudas soberanas periféricas. Una nueva contribución a la disminución de los tipos de interés reales en la periferia provino de la aceleración de la inflación relativa, primero en Irlanda, luego en España (por el boom de la vivienda) e Italia (debido a la inflación salarial y a la desaceleración de la productividad). Por otro lado, y tal como se observa en el Gráfico 2, en Irlanda (ya desde finales de los años noventa y hasta

2004) y en España (a mediados de los años 2000) las tasas de interés reales cayeron por debajo de cero (Micossi, 2015, p. 10).

Luego, se observa un giro en el sentimiento del mercado. En Irlanda y España, donde los desequilibrios reales y financieros se habían acumulado intensamente, comenzaron a subir abruptamente incluso antes de la crisis de Lehman, en Italia esto ocurrió sobre todo luego de la irrupción de la crisis griega. En todos los casos, la reevaluación del riesgo de invertir en los países de la periferia era dramática, generando tasas de interés reales mucho más altas en el momento en que la economía comenzaba a hundirse y las políticas fiscales comenzaban a ser cada vez más restrictivas. La financiación interbancaria transfronteriza y los mercados de dinero al por mayor se incautaron, perjudicando el funcionamiento de los mercados bancarios y de valores en varios países periféricos y agravando la crisis crediticia. Ante este escenario, el mecanismo de transmisión de la política monetaria casi dejó de funcionar (Micossi, 2015, p. 11).

Por el contrario, en Alemania las tasas de interés reales bajaron suavemente para apoyar la actividad económica a mediados de la década de 1990, disminuyeron aún más a medida que la economía se debilitó tras el shock de Lehman, e incluso fueron negativas, a fin de contrarrestar las persistentes fuerzas recesivas y deflacionarias que se apoderan de la economía (Micossi, 2015, p. 11).

En suma, y siguiendo los lineamientos planteados por Micossi (2015), se pudo demostrar que la divergencia en las condiciones monetarias fue impulsada por la prima de riesgo exigida por los inversores para mantener la deuda soberana de la periferia -en menor medida hasta 2007-, y mucho más intensamente después de la crisis soberana de Grecia en 2010 (Micossi, 2015, p. 11).

En la práctica, se observó que cuando surgió la crisis de la deuda soberana griega en la primavera de 2010, los inversionistas empezaron a temer que otros soberanos tuvieran dificultades para cumplir con su deuda. Estas inquietudes por parte de los inversores resultaron agravadas dramáticamente por una nueva política anunciada en Deauville en octubre de 2010 por la canciller Merkel y el presidente Sarkozy, que exigía la participación del sector privado en cualquier reestructuración soberana. La nueva política se implementó por primera vez con ocasión del segundo paquete de rescate griego (verano-otoño de 2011), lo que provocó grandes pérdidas por parte de los inversores privados. Como los inversionistas huyeron de los mercados de deuda soberana, y el contagio se extendió a otros países periféricos, las tasas de interés de algunos soberanos subieron a niveles tales que su solvencia fue cuestionada. Este «mal equilibrio» no fue el resultado de un súbito deterioro de las posiciones presupuestarias de los gobiernos periféricos, sino simplemente de un giro perverso de las expectativas de los inversores, impulsado por temores de que el BCE podría no estar dispuesto a intervenir para restablecer las condiciones ordenadas de liquidez para los mercados en dificultades (Micossi, 2015, p. 11).

Así, la cuestión del rol del BCE como prestamista de última instancia en los mercados de deuda soberana se imponía en la en la escena no sólo como una idea a debatir entre los tomadores de decisión, sino como una necesidad que llegaba para quedarse. En el próximo apartado se abordará la *policy* y el accionar del BCE en la crisis de deuda soberana en la zona del euro, a fin de demostrar cómo operó en la práctica esta necesidad de contar con un prestamista de última instancia.

El rol y la policy del BCE en la crisis de deuda soberana de la zona del Euro

Tal como se demostró en el Capítulo anterior, el mandato del BCE y la normativa comunitaria le otorga amplias facultades para intervenir como prestamista de última instancia del sistema bancario, pero no le reconoce la facultad de estabilizar los mercados de deuda soberana de sus Estados miembros en caso de crisis sistémicas que amenazan la estabilidad de las finanzas. Cuando se produjeron los shocks, quedó claro que sin un respaldo, la UEM quedaba expuesta a los flujos de capital desestabilizadores y a las consecuentes crisis de balanza de pagos que, de no ser controladas podían poner en peligro la moneda (Micossi, 2015, p. 34).

Entendiendo que el mandato del BCE es el mantenimiento del nivel de precios a través del establecimiento de la tasas de interés y el control de la oferta monetaria de la UEM, tras el estallido de la crisis de la deuda soberana de la eurozona entre 2009 y 2011, la referida institución suscitó controversias al emprender una serie de políticas monetarias poco ortodoxas, incluyendo un programa de compra ilimitada de bonos en segundos mercados, el uso de tasas de interés negativas y un plan de flexibilización cuantitativa de US\$1.2 billones de dólares. Esto provocó una división entre políticos y economistas, en tanto que algunos creían que el BCE había sobrepasado su autoridad y otros argumentaban que era necesario que tome medidas más agresiva. Mientras tanto, el BCE se fue situando en el centro de la iniciativa para crear una Unión Bancaria en toda la eurozona, otorgando a los bancos nuevos poderes de supervisión sobre las instituciones financieras más grandes de Europeas, a pesar del hecho que el resurgimiento de la crisis de la deuda en Grecia renovaba las dudas sobre el futuro de la moneda común del euro (McBride & Alessi, 2015, p. 1).

Una vez que se produjo la crisis financiera, se introdujeron instrumentos y facilidades especiales, tanto para la refinanciación de bancos sometidos a tensiones por periodos más largos, como para la compra directa de valores privados y soberanos (Micossi, 2015, p. 4).

Así, y a decir de Malo de Molina (2013), los instrumentos habituales en la literatura para sortear este tipo de situación anómalas son los siguientes: el recurso a tipos de interés negativos, la adopción de una política de guía para el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo (forward guidance) y la llamada «relajación cuantitativa» Quantitative Easing (QE), que contempla tanto la expansión como el cambio en la composición del balance del banco central. Por lo que refiere al recurso de tipos de interés negativos, a pesar de las distorsiones que puede acarrear al mercado monetario, también puede constituir una señal poderosa sobre las intenciones de la política monetaria y en el caso de la eurozona puede ser útil para reequilibrar los incentivos entre entidades o zonas con exceso de liquidez y aquellas con escasez (Malo de Molina, 2013, p. 119).

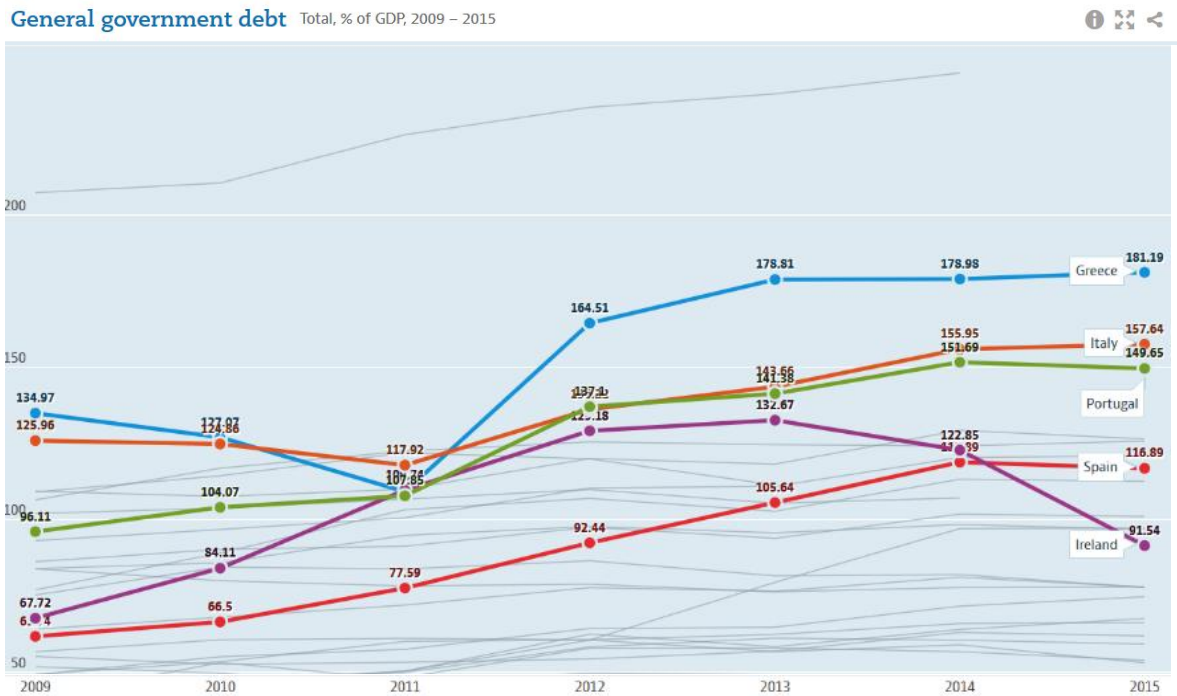
Dicha variedad de instrumentos se completa con las líneas de Ayuda de Liquidez de Emergencia (ELA por sus siglas en inglés) establecidas con los BCN para ayudar a los bancos individuales que enfrentan problemas temporales de liquidez. Por lo tanto, estas líneas no están en principio a disposición de los bancos insolventes aunque distinguir entre iliquidez e insolvencia puede no ser fácil en presencia de un choque sistémico para el sistema bancario. Hasta la creación del Mecanismo de Supervisión Único (MSU) la decisión de intervenir fue dejada a cargo de los BCN, excepto cuando existía un programa de asistencia de la Troika, en cuyo caso el BCE también tenía injerencia para evaluar el estado de los bancos. Los requisitos de garantía fueron fijados por los BCN, generalmente con normas menos exigentes que las del BCE. Estas facultades de prestamista en última instancia estaban funcionalmente

relacionadas con las responsabilidades de supervisión de los BCN y, como tales, no forman parte de la política monetaria única. No obstante, el BCE debía recibir información completa y oportuna sobre sus beneficiarios, su tamaño y su calendario; y el Consejo de Gobierno (por mayoría de dos tercios de los votos emitidos) podría restringir estas operaciones si considera que interfieren con las tareas de política monetaria del Eurosistema (Micossi, 2015, p. 5).

Cabe señalar que, la crisis estuvo marcada por dos períodos que implicaron distinto tipo de respuesta por parte del BCE. El primer período comprendido entre 2008 y 2009, que se produjo luego del shock a la emisión de los mercados de capitales de los EE.UU. En este caso el BCE reaccionó al igual que los principales BCE del mundo, bajando las tasas de interés y expandiendo masivamente sus operaciones de refinanciación para el sistema bancario. En este sentido, el BCE ejerció su rol de prestamista de última instancia con el sistema bancario de forma masiva, obteniendo resultados efectivos, y que se cumplió sin tensiones especiales en la cohesión interna ni mayores desacuerdos al interior del Consejo de Gobierno de la institución (Micossi, 2015, p. 12).

En esta dirección, el Gráfico 3 muestra la evolución de la crisis de la deuda, analizando el peso de la deuda en el PBI en los PIIGS desde el 2009 al 2015 en términos porcentuales. El gráfico sirve a los fines de demostrar cómo desde el estallido de la crisis de Lehman Brother, dicha variable fue evolucionando y transformando lo que inicialmente fue una crisis en el sector bancario, en una crisis de deuda soberana. Se evidencia, así, la crisis griega de 2012 y el impacto que esta tiene en el resto de los PIIGS.

Gráfico 3: Deuda soberana PIIGS (% del PBI)



Fuente: OECD (2017), General government debt (indicador)

El Gráfico 3, refleja no sólo que Grecia es el país del grupo de los PIIGS más afectados por la crisis de Lehman en tanto que registra 134.97% en el año 2009 en la relación de la deuda con su PBI, sino también el hecho que la implementación del SMP tuvo un impacto importante al momento de reducir la relación entre deuda y PBI del país heleno, aunque no pudo evitar la crisis de 2012. Al respecto, en el marco de la implementación de dicho programa, se observa además que el resto de los PIIGS evidenciaron resultados disímiles.

En este punto cobran relevancia los aportes de Malo de Molina (2013) quien afirma que en el área del euro, aparecieron serios problemas de fragmentación financiera que dieron una dimensión especialmente grave y novedosa a las dificultades de la cuales ya tenía que hacer frente el BCE, y que se derivaban de la singularidad del propio modelo de una política monetaria única aplicada a un conjunto de Estados que mantienen la plena soberanía en el manejo de los restantes instrumentos de la política económica en los ámbitos fiscales,

estructurales y otros, entre los que se encuentran la regulación, supervisión y, en su caso, la reestructuración de sus respectivos sistemas financieros. Más aún, la fragmentación de los mercados financieros de la zona del Euro estuvo ligada también a la percepción de las insuficiencias del marco institucional y de gobernanza del diseño original de la UEM, que llegaron al punto de suscitar riesgos de ruptura o reversibilidad de la moneda única. Así, tal como se evidencia en el Gráfico 3, dada la existencia de mercados financieros fragmentados, los impulsos de la política monetaria no ejercieron efectos en igual medida a todos los países miembros. Por tanto, el deterioro del mecanismo de transmisión complejizaba aún más las tareas al BCE (Malo de Molina, 2013, p. 116).

Puntualmente, al abordar la *policy* en lo que refiere a la aplicación de los diversos programas *ad hoc* que se sucedieron luego de la crisis de Lehman, cabe señalar que entre octubre de 2008 y mayo de 2009, el BCE redujo la principal tasa de refinanciación en 325 puntos básicos, hasta el 1%. También adoptó una serie de medidas de mejora del crédito para mitigar el impacto del colapso de los mercados mayoristas e interbancarios. A partir de octubre de 2008, las MORs y las LTRO se concedieron sobre una base de asignación plena y a una tasa fija, de modo que toda la demanda de liquidez se cumpliría a un costo estable siempre que se dispusiera de garantías adecuadas. El vencimiento máximo de las LTRO se elevó primero a seis y luego a 12 meses. El BCE también puso en marcha su primer Programa de Compra de Bonos Garantizados (CBPP1) con el fin de reactivar un mercado que normalmente representa una fuente primaria de financiación para los bancos europeos, que se había agotado tanto en términos de liquidez como de emisión. Así, en el marco del dicho programa el BCE adquirió unos 60.000 millones de valores en euros. Más aún, se aliviaron los requisitos de garantía en repetidas ocasiones, disminuyendo la calificación mínima

aceptable y extendiendo la lista de papeles elegible. Todo lo cual dio como resultado que el balance del BCE aumente a más de 2 billones de euros (Micossi, 2015, p. 12).

A partir de estas intervenciones, se observó que las tensiones financieras comenzaron a disminuir hasta que, a principios de 2010, la crisis de la deuda soberana griega perturbó las condiciones del mercado al aumentar las dudas entre los inversores sobre el país, lo que implícitamente empujaba a otros países altamente endeudados y quizás fuera del euro, como un efecto contagio de dicho fenómeno (Micossi, 2015, p. 13).

En este contexto, y con el fin de suavizar la extrema turbulencia del mercado, en mayo de 2010 el BCE lanzó su Programa de Mercado de Valores (SMP por sus siglas en inglés), lo que constituyó su primera incursión en los mercados de bonos soberanos en dificultades, en virtud de la cual compraría cantidades no especificadas de bonos soberanos en mercados secundarios “deteriorados”. A través de este programa, las intervenciones se esterilizarían mediante la compensación de las ventas de depósitos que devengaban intereses al sistema bancario para que la fijación de la política monetaria no fuera afectada. Sin embargo, el programa vio debilitado su impacto en el mercado, dado que el BCE no reveló el monto total que se gastaría, ni el plazo para las compras, así como tampoco el conjunto de valores a ser dirigidos. Las compras bajo el programa se realizaron entre mayo-junio de 2010 y agosto-noviembre de 2011, permaneciendo inactivo durante largos períodos de tiempo. Según afirma Bastasin (en Micossi 2015) aparentemente el programa fue interrumpido en marzo de 2011, en represalia después de que el Consejo Europeo alcanzara un acuerdo para conceder al recién creado Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM) el poder de intervenir en los mercados secundarios de bonos soberanos (Micossi, 2015, p. 13).

El SMP se reactivó en agosto de 2011, con importantes compras de bonos soberanos italianos y españoles, con algunos efectos positivos sobre los márgenes de los mercados en condiciones inestables, pero fue suspendido nuevamente para los soberanos italianos, ya que quedó claro que el gobierno de Berlusconi no estaba cumpliendo con las prometidas reformas económicas. En septiembre de 2012 el programa fue discontinuado y sustituido por la Operación Monetaria Abierta (OMT por sus siglas en inglés). En el marco del SMP, tal como se demuestra más adelante en la Tabla 1 y en el Gráfico 4, el BCE llegó a tener un valor máximo de 218.000 millones de euros de valores, que se redujeron gradualmente a medida que la tensión disminuyó (hasta 126.700 millones de euros a diciembre de 2015). Más aún, en octubre de 2011, en plena tensión en los mercados soberanos italiano y español, el BCE anunció también que compraría 40.000 millones de euros adicionales de bonos cubiertos (CBPP2) (Micossi, 2015, p. 13).

En el otoño de 2011, como reacción previsible al sector privado griego, la crisis soberana comenzó a transformarse en una crisis bancaria, ya que los inversores observaron las repercusiones potenciales de un incumplimiento soberano en la solvencia de las entidades bancarias con gran exposición a los riesgos soberanos. A su vez, la crisis bancaria emergente empeoró las evaluaciones del mercado de la solvencia soberana, ya que los inversionistas tomaron en cuenta la perspectiva de nuevas inyecciones de capital por parte de los gobiernos en el sistema bancario para mantener a flote a los bancos. Estaba claro entonces, que la brecha entre crisis soberana y crisis bancarias quedaba establecida. Pronto las principales agencias comenzaron a bajar en paralelo las calificaciones de soberanos y bancos, lo que incrementó las tensiones del mercado monetario interbancario y del financiamiento al por mayor a los bancos en la periferia. La crisis se vio agravada por la decisión inoportuna de los Jefes de

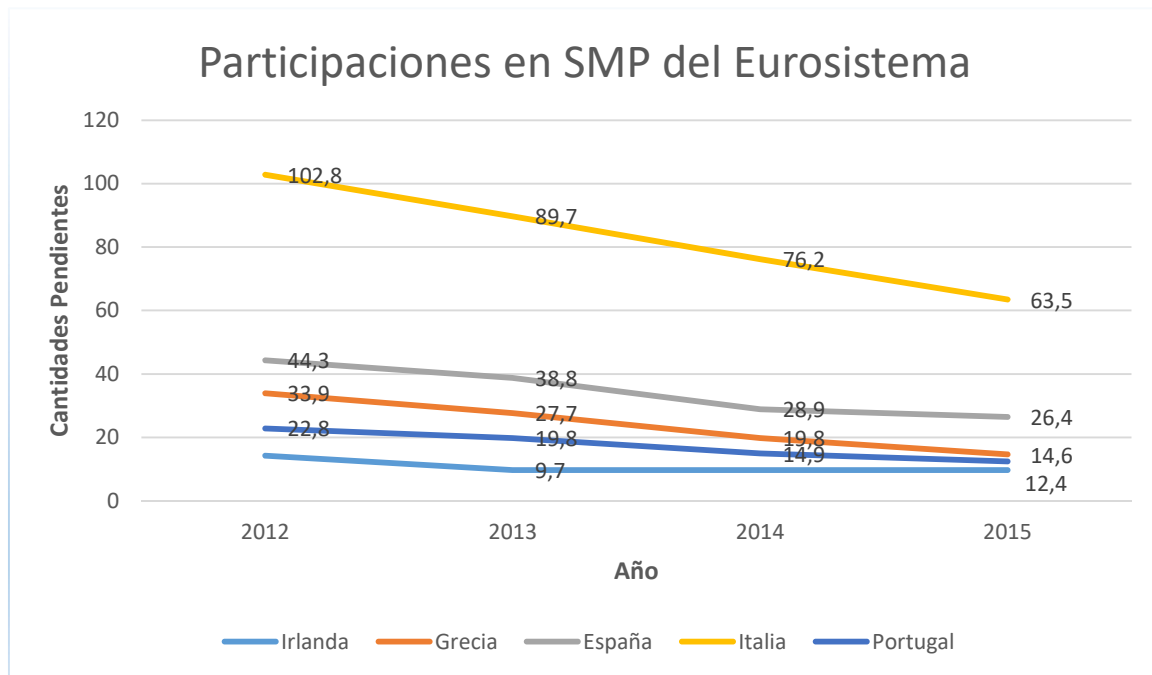
Estado y de Gobierno de la UE (en octubre de 2011) de exigir a los bancos que elevaran su capital a un nivel de regulación del 9% al 18%, lo cual implicaba mayores requerimiento de capital de unos 100.000 millones de euros. Así, y en un intento rápido de detener el deterioro, el BCE se apresuró a satisfacer las necesidades de financiación de los bancos. Más aún, requisito de reserva mínima fue bajado del 2% al 1% (Micossi, 2015, p. 14).

Puntualmente, en lo que respecta a la *policy* del BCE en la crisis de la eurozona, en el marco de su comportamiento al momento de adquirir deuda a través del programa SMP, es importante desatacar que cuando el BCE implementa el programa en cuestión, adquiere activos con un vencimiento a 12 meses, y que luego de la implementación de las OMT esos activos comenzaron a tener un peso diferente en el Eurosistema, en tanto que con el correr de los años el BCE y los Bancos Nacionales (BNC) fueron esterilizando las deudas.

Al respecto, el BCE había decidido publicar las participaciones del Eurosistema en valores adquiridos en el marco del Programa de Mercados de Valores (SMP) conforme a los lineamientos de transparencia previstos para las Operaciones Monetarias Directas (OMT), comunicada el 6 de septiembre de 2012, momento en el que se puso fin al SMP. En la misma fecha, el BCE anunció las características técnicas de las transacciones monetarias directas, incluyendo la política de transparencia. El balance de la situación consolidado del Eurosistema incluye los valores adquiridos por el BCE y los BCN en el SMP. En consonancia con esa política de transparencia, la Tabla 1 presenta el desglose por emisor de la tenencia del Eurosistema de valores adquiridos en el SMP (BCE, 2013). A su vez, en base a los datos de la Tabla 1 el Gráfico 4 muestra la evolución de dichas tenencias por país emisor en comparación con el total anual de valores adquiridos por año, esta tendencia sirve para

evidenciar la *policy* del BCE en materia de adquisición de bonos soberanos a través de segundos mercados.

Gráfico 4: Participaciones en SMP del Eurosistema



Fuente: Banco Central (elaboración propia en base a datos publicados por el BCE)

Tabla 1: Participaciones en SMP del Eurosistema

Cantidades Pendientes				
<i>Monto nominal (miles de millones de euros)</i>				
País Emisor / Año	2012	2013	2014	2015
Irlanda	14.2	9.7	9.7	9.7
Grecia	33.9	27.7	19.8	14.6
España	44.3	38.8	28.9	26.4
Italia	102.8	89.7	76.2	63.5
Portugal	22.8	19.8	14.9	12.4
Total	218.0	185.7	149.4	126.7

Fuente: Banco Central (elaboración propia en base a datos publicados por el BCE)

En este punto, es preciso señalar que la crisis ha puesto en evidencia un aspecto importante de la configuración institucional del Eurosistema en lo que refiere a la aparición de grandes

posiciones crediticias y deudoras netas de los BCN frente al BCE, es decir, los llamados saldos de "Target". Dentro del Eurosistema, la liquidación de las transacciones en euros entre los bancos de la zona del euro se canaliza a través de los BCN y, por tanto, dan lugar a posiciones netas de acreedores y deudores de los BCN en el BCE. Cuando la crisis de la deuda soberana golpea al Eurosistema, los flujos financieros privados transfronterizos hacia la periferia de la eurozona se detuvieron, hasta cierto punto el *Target* se convirtió en el elemento de financiación compensatoria en las cuentas externas de los miembros de la periferia de la zona euro que evidenciaban déficit de pagos, a fin de relajar la restricción de crédito (Micossi, 2015, p. 18).

Así, en 2011 y 2012, el *Target* proporcionó gran parte de la financiación de los desequilibrios de la balanza de pagos, junto con la asistencia oficial del FEEF y el FMI. La contrapartida a estos flujos financieros consistió en un importante aumento de los saldos acreedores de Alemania y otros países centrales, quienes en paralelo estaban experimentando grandes superávits tanto en las cuentas corrientes como en las de capital privado. En 2013, los desequilibrios corrientes dentro de la eurozona desaparecieron, pero los países periféricos todavía tenían que enfrentarse a importantes salidas netas de capital privado. El financiamiento objetivo (*Target*) y la asistencia oficial continuaron cubriendo la brecha. Con la única excepción de Grecia, el recurso del *Target* y la asistencia oficial de los países periféricos disminuyeron en 2014, a medida que las condiciones del mercado financiero se normalizaron tras la introducción de OMT (Micossi, 2015, p. 18).

Continuando con esta explicación de la *policy* del BCE, cabe señalar que durante el segundo y tercer trimestre de 2014 la economía de la eurozona se estancó inesperadamente, momento en el que algunos países periféricos volvieron a caer en recesión. Las tasas de

inflación global continuaron bajando, con tasas negativas que se extendieron a más países, alimentando temores de deflación de precios. Así, los crecientes superávits externos en Alemania -que se habían mantenido por encima del 6% del PIB desde 2012- y que se estaban traduciendo cada vez más en superávits en la eurozona como déficits externos periféricos, fueron eliminados por la deflación doméstica lo que contribuyó a mayores presiones al alza sobre el euro. Ante esta situación, el BCE decidió reducir en 20 puntos básico los tipos de interés de las OMT y de la facilidad de depósito, respectivamente, hasta el 0,05% y hasta el -0,20%, mientras que el tipo de interés marginal de crédito se redujo en 45 puntos básicos, hasta el 0,30%,. Más aún, se anunció una nueva serie de TLTROs con fondos del BCE vinculados a la provisión de crédito a la economía real (Micossi, 2015, pp. 21-22).

En breve, se puede decir que en función de los argumentos desarrollados a lo largo de este capítulo existe una clara vinculación con lo expuesto en el Capítulo I de este trabajo en base a los lineamientos planteados por De Grauwe (2011a y 2011b), en tanto que el comportamiento de las variables analizadas en estos Gráficos, reflejan cómo en la práctica, en una Unión Monetaria sin unión fiscal, como es el caso de la zona del euro, los gobiernos nacionales emiten bonos, que se comportan como si fueran emitidos en moneda "extranjera", ya que individualmente no tienen control sobre su disponibilidad para contrarrestar una crisis de liquidez en sus respectivos mercados de deuda soberana. La ausencia de tal garantía hace que los mercados de bonos soberanos sean propensos a crisis de liquidez y contagio, muy parecido a los sistemas bancarios que carecen de un prestamista de última instancia.

En función de lo expuesto, se puede decir que una vez implementado el programa que funcionaba como un "híbrido" de prestamista de última instancia, los márgenes de los

soberanos con dificultades comenzaron a bajar y los flujos de fondos de orden cruzado para los bancos periféricos volvieron a la vida.

Sin embargo también se pudo demostrar que la OMT marcó realmente un punto de inflexión en la crisis de la deuda soberana de la eurozona, confirmando sin lugar a dudas que la crisis soberana y bancaria posterior a 2010 había sido el producto de instituciones monetarias mal diseñadas y no de políticas presupuestarias imprudentes de algunos Estados miembros. Más aún, y a decir de Micossi (2015), la fragmentación financiera comenzó a retroceder, pero no totalmente debido a las persistentes dudas sobre la fortaleza de los balances de los bancos y el legado de los activos improductivos dejados por la crisis. Será necesario en este respecto que la Unión Bancaria, legalmente en vigor desde finales de 2014, así como el examen global de los balances y modelos de negocio de los bancos a supervisar por el BCE aborden este problema (Micossi, 2015, p. 16).

En breve, en palabras de Saka:

“estos resultados sugieren que la nueva política del BCE incorporada en la OMT ha frenado la dinámica de profecía-autocumplida y, por tanto, el contagio "innecesario" en los mercados de deuda de la zona euro. Sobre esta base, una decisión contraria al OMT por el Tribunal de Justicia Europeo no sería lo mejor para los intereses de la región. La evidencia empírica demuestra que se requiere que la OMT sea formalizada en la ley europea” ⁹(Saka, Fuertes, & Kalotychou, 2014, p. 28).

⁹ Traducción de elaboración propia

La policy del BCE vis à vis los intereses de los responsables políticos

“A lo largo de 2011 y 2012, mientras la eurozona se debatió a través de la crisis financiera mundial, los líderes europeos debatieron la capacidad del BCE de apoyar a las economías en crisis. Las divisiones surgieron particularmente entre el presidente socialista francés Francois Hollande y los conservadores monetarios en Alemania. El ministro de Finanzas alemán Wolfgang Schaeuble articuló las objeciones a un BCE más activista: «Si el banco central financia deuda pública, es una forma moderna de la vieja mala costumbre de imprimir dinero» dijo en 2012. Para Schaeuble, la intervención del BCE en los mercados de bonos reducirían los incentivos para que el gobierno de la eurozona emprenda reformas presupuestarias difíciles”¹⁰ (McBride & Alessi, 2015, p. 2).

En esta línea de análisis, y en función de lo expuesto al inicio de este Capítulo, el presente apartado tiene por objeto demostrar el modo en que los diferentes “canales” a través de los principales responsables políticos, inciden en el margen de maniobra y socavan la independencia del BCE al momento de ejecutar su *policy*.

Así, y en función de lo expuesto anteriormente, a medida que la crisis de la deuda soberana de Grecia se intensificó en la primavera de 2010, el BCE, bajo el ex Presidente Jean-Claude Trichet, inició su SMP, a través del cual compró bonos del gobierno griego en el mercado secundario. A medida que la crisis de la deuda se difundió, el BCE extendió el SMP a Irlanda, Italia, Portugal y España, que tal como se demostró, lograron reducir temporalmente los crecientes costos de los préstamos. Sin embargo, cuando el banquero central italiano Mario Draghi asumió el control del BCE en noviembre de 2011, algunos temían que no estuviera tan pendiente del mantenimiento de una política monetaria sólida como la conocida “inflación halcón Trichet”. Si bien Draghi ganó el apoyo de la canciller alemana Angela Merkel, en última instancia revirtió la controversial tendencia a la suba de la tasa de interés de Trichet. Apenas unos días después de asumir el cargo, Draghi redujo rápidamente la tasa

¹⁰ Traducción de elaboración propia

de referencia del BCE del 1,5 % a 1,25 % y luego al 1%, comenzando una caída hacia las tasas de interés del 0 por ciento que continuaría hasta 2015 (McBride & Alessi, 2015, p. 2).

Por lo que refiere a los líderes europeos, es preciso señalar que Alemania ha emergido en medio de esta coyuntura como la potencia central en la zona del Euro, no sólo en el sentido geográfico sino también económico y sobre todo político. Considerando su poder, se puede decir que “Alemania manda”, en tanto su reconocida fortaleza económica y su capacidad exportadora, facilitada por la estabilidad cambiaria de la eurozona, la posiciona en un lugar estratégico en el Eurosistema. Puntualmente, es el socio que tiene la mejor calidad crediticia y cuya economía está experimentando las mejores condiciones para utilizar su demanda interna a modo de locomotora para el crecimiento de la eurozona, con el consiguiente beneficio para los países endeudados (Costas & Lago-Peña, 2013, p. 4).

Más específicamente, cabe destacar que en el plano económico el euro resultó ser muy positivo para Alemania y precisamente en el plano político fue la unión monetaria la que la ha colocado en el rol de conductor de Europa, desplazando a Francia a ocupar el lugar de su copiloto (Solans, 2002). Así, se puede decir que el euro ha convertido a Alemania en la gran potencia preocupada por Europa. Berlín teme a Europa y los europeos tienen miedo del poder alemán (Lau, 2011). Sin embargo, cabe aclarar que la supremacía germánica en la crisis del euro se limita a unas líneas específicas de la política económica y es de carácter provisional, donde su respuesta se ha enfocado sólo en un pacto fiscal menos ambicioso, reconociendo que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no ha sido capaz de asegurar la disciplina fiscal. Por lo que refiere a la relación de Alemania con el resto de sus socios europeos en el plano político, es preciso aclarar que se ha sobreestimado la dimensión política

del pacto fiscal y la voluntad política de Berlín para avanzar hacia una mayor integración europea (Speck, 2012, p. 2).

En este sentido, Beck (2012) señala que la necesidad de la política de ahorro dictada por Alemania equivale al abandono de la participación igualitaria y con ella una progresiva sustitución por formas de dependencia jerárquica. Así, la concesión de créditos bajo imperativos de reforma ha provocado el derrumbe social de regiones enteras. En la ira de los ciudadanos manifestada en las protestas de los PGIIS se evidencia una pérdida de confianza. El liderazgo alemán en la crisis se ha caracterizado por el titubeo, el adiestramiento y un aleccionamiento; y ha destruido la confianza recíproca de los ciudadanos, donde la visión de un continente unido se ha convertido en la imagen de una Europa como enemigo (Beck, 2012, pp. 78-79). Por tanto, se puede decir que en el liderazgo de la crisis del euro, Alemania tuvo la intención de mantener el *status quo* consciente del hecho que pertenecer a la estructura de la UE es en gran parte la razón de su éxito económico y político (Speck, 2012, p. 6).

En esta línea de análisis, es preciso señalar que tal como se dijo en el apartado anterior, a través del programa OMT, en contraste con el anterior Programa de Mercado de Valores, el BCE podría comprar los bonos de las economías de la eurozona en dificultades en el mercado secundario en cantidades potencialmente ilimitadas. Sin embargo, los países solicitantes se verían sometidos a condiciones estrictas, teniendo que aceptar primero las reformas económicas y presupuestarias. La compra de bonos de OMT también sería completamente "esterilizada", lo que significa que el BCE retiraría una cantidad igual de dinero de otra parte del sistema para mantener constante el suministro de dinero. Cabe aclarar que el anuncio del presidente del BCE Mario Draghi, de esterilización fue en parte para suavizar la oposición al programa entre los políticos alemanes. Según Guntram Wolff, director del think tank

Bruegel, con sede en Bruselas, los conservadores alemanes, incluido el jefe del Bundesbank, Jens Weidmann, argumentaron que la OMT equivalía a "una financiación esencialmente monetaria" de los gobiernos, prohibida por un tratado de la UE. Weidmann fue el único miembro del Consejo de Gobierno del BCE que votó en contra de OMT (McBride & Alessi, 2015, pp. 2-3).

Sin embargo, a pesar del descontento por parte de los alemanes, para agosto de 2014 el Presidente Draghi daba un discurso en el Simposio del Banco Central en Jackson Hole que marcaba un nuevo giro en las políticas del BCE. En este sentido, podría decirse que se pasaba de una acomodación monetaria pasiva de giros en la demanda de liquidez por parte del sistema bancario a un impulso expansivo activo. Esta política, no sólo se caracterizaba por ser inédita en la corta historia de la institución, sino también impensable bajo la visión ortodoxa alimentada por en el Bundesbank. Más aún, y a decir de Micossi (2015), la resistencia a la expansión activa dentro del Consejo de Gobierno del BCE ha sido sólida y se reflejaba con claridad en el ritmo sistemáticamente más lento de las reducciones oficiales de los tipos de interés con respecto a los otros principales bancos centrales, sobre todo en el período de 2009 hasta casi el final de 2013 (tal como se analizó en el apartado anterior). De este modo, se pudo demostrar que la persistente y relativa restricción monetaria desempeñó un papel importante en mantener el tipo de cambio del euro irrazonablemente alto desde el inicio de la crisis financiera. De hecho, cuando su balance empezó a reducirse tras el anuncio de OMT, esto fue visto por el BCE como un signo de bienvenida normalización de las condiciones financieras, pero el impacto negativo de las altas tasas de interés en la demanda de liquidez por el sistema bancario se pasó por alto, al tiempo que la política monetaria se mantuvo demasiado estrecha (Micossi, 2015, p. 19).

Así, para inicios de 2015, se había evidenciado el hecho sólo con brindar al mercado la señal que el BCE estaba dispuesto a manejar esta "gran bazuca" (liquidez) calmó a los inversores, lo cual terminó resultando en que nunca tuvo que "dispararla". Sin embargo, los desafíos a esta nueva autoridad del BCE aún persisten. Ya en febrero de 2014, el tribunal constitucional de Alemania había declarado que el programa OMT era ilegal, enviando el caso al Tribunal Europeo de Justicia (TJE) para decidir el asunto. El 16 de junio de 2015, el TJE confirmó el OMT, concluyendo que "la compra de bonos en mercados secundarios no excede los poderes del BCE" (McBride & Alessi, 2015, p. 3).

No obstante, si bien los esfuerzos del BCE en ese año habían calmado la inmediata crisis de la deuda de la eurozona, Europa seguía enfrentando grandes dificultades económicas. Así se observa que en 2015 el crecimiento fue bajo y el desempleo en la eurozona se mantuvo por encima del 11%, con un desempleo juvenil por encima del 20%. Tal vez, lo más preocupante era la inflación que estaba cayendo rápidamente registrándose en diciembre de 2014, que constituía la primera caída en más de 5 años de los precios al consumidor en la zona del Euro. Para combatir la deflación -que hace que la deuda sea más difícil de servir y menoscaba aún más el gasto de los consumidores- el BCE anunció su política monetaria más heterodoxa el 22 de enero de 2015, con el lanzamiento de la flexibilización cuantitativa o QE que, tal como se explicó, involucra compras de activos a gran escala para inyectar liquidez a la economía con la esperanza de provocar la inflación y el crecimiento. El plan del BCE pidió 60.000 millones de euros (66.000 millones de dólares) de compras de deuda pública cada mes hasta septiembre de 2016, para un gasto total de unos 1.1 billones de euros (1.2 billones de dólares). Este giro en la política del BCE fue similar al que se evidenció con la decisión

altamente inusual del banco junio 2014 de introducir tipos de interés negativos (McBride & Alessi, 2015, pp. 4-5).

Cabe señalar, que al igual que con el anterior debate sobre OMT, los políticos alemanes, incluido Weidmann del Bundesbank, se opusieron fuertemente a la QE. Como parte de un compromiso con sus críticos alemanes, el BCE aceptó la condición de que el riesgo no se distribuyera por igual en toda la eurozona, sino que cada banco nacional compraría los bonos -y asumiría el riesgo de cualquier pérdida- por su cuenta. Asimismo, los bonos griegos se excluyeron del plan mientras se llevaban a cabo negociaciones para un nuevo rescate. (McBride & Alessi, 2015, p. 5).

En suma, se puede decir que el agravamiento de la recesión, las dificultades de liquidez de la banca europea, la creciente fragmentación monetaria y financiera de la UEM y la elevación de las primas de riesgo de España e Italia a niveles que hacían presagiar una ruptura del euro, condujeron al BCE presidido por el italiano Mario Draghi, a tomar una serie de decisiones que han significado un paso adelante muy importante en la configuración del BCE como un “verdadero banco central”. Más aún, el BCE ha comenzado a desarrollar funciones de prestamista de última instancia del sistema bancario europeo al suministrar liquidez sin restricciones. Si bien, esta facultad estaba reconocida en los Tratados, la inyección de liquidez no era la política habitual del BCE. Por otro, y retomando la declaraciones de Draghi a finales de julio de 2012 en Londres, quien afirmaba que “el BCE haría todo lo necesario para salvar el euro”, el BCE comenzaba a diseñar un esquema que le permitirá desarrollar algunas funciones de prestamista de los gobiernos, en la medida en que podrá intervenir “sin límites” en los mercados secundarios de deuda. No obstante es preciso destacar que esta

posibilidad está limitada por la necesidad de que exista una petición del país y un acuerdo unánime de los miembros del Eurogrupo (Costas & Lago-Peña, 2013, p. 6).

A modo de reflexión de lo hasta aquí expuesto, se puede decir que tal como señalan Costas y Lago-Peña (2013), estas nuevas funciones del BCE como prestamista de última instancia surgen de la lógica institucional y han conseguido vencer la renuencia alemana a ir más allá de la lógica económica que hasta ahora había marcado el funcionamiento del euro, al menos la del Bundesbank. En este sentido, se entiende que esta lógica resulta más acorde a las necesidades propias de los estados miembro de “un mercado común de países que comparten una moneda, que de moneda de una unión política”. De esto se deriva el hecho que los fundadores del euro, sostenían una lógica propia del mecanismo de estabilidad cambiaria del euro para el funcionamiento de un mercado interior (tal como se demostró en el Capítulo II). Por lo que resulta claro que las competencias e instrumentos de intervención del BCE responden más a la lógica de la etapa de la serpiente monetaria de los años setenta y al sistema monetario de los ochenta, o lógica del “currency board”, que a las propias lógicas de un Banco Central. En este punto se entiende por qué el euro no ha contemplado la existencia de mecanismos propios de una moneda de una unión política, como la unión fiscal que permita mecanismos de “comunitarización” de la deuda; o un Banco Central con capacidad para actuar de prestamista de última instancia, a fin de suministrar liquidez en situaciones como las que se están sucediendo (Costas & Lago-Peña, 2013, p. 7).

CONSIDERACIONES FINALES

“Al principio, los fundadores de la UEM se enfrentaron a un desafío clave: no existía ningún plan histórico para diseñar una unión monetaria supranacional que implicara a varios países soberanos. Una sola política monetaria sin un Estado-nación tenía que construirse sobre nuevas bases” (Moutot & Mongelli, 2008, p. 8).¹¹

En este sentido, el presente trabajo tuvo por objeto analizar los factores tanto ideológicos, legales-institucionales como económicos por los cuales el BCE no fue pensado como prestamista de última instancia y que, por tanto, explican el rol y fundamentan la *policy* del BCE en la crisis de la zona del euro el BCE. Más específicamente, y a través de un enfoque descriptivo-explicativo en el que se procuró integrar el análisis de cada una de las variables que componen este trabajo, se pudo demostrar: las razones por las cuales se prohibió al BCE ejercer su rol de prestamista de última instancia en las deudas soberanas; y cómo este condicionante resultó ser un agravante al momento de brindar respuestas efectivas a las sucesivas crisis bancarias y soberanas que afectaron fuertemente a los países de la periferia.

Al respecto, se pudo comprender cómo tras el estallido de las crisis de la eurozona, el hecho que el BCE (principal institución que tiene la facultad exclusiva de aplicar la política monetaria de los miembros de la UEM) no haya asumido dicha función, puso en evidencia su incapacidad de responder por las deudas soberanas de los países más afectados en la periferia de la eurozona. Esto trajo como consecuencia una profundización de la crisis dada la incapacidad de las instituciones de la UEM de brindar una solución definitiva de la misma hasta la actualidad.

¹¹ Traducción de elaboración propia

Así, se pudo demostrar que las ideas, las doctrinas, los paradigmas económicos vigentes en el contexto histórico bajo el cual fue pensado el diseño del BCE y el modo en que éstos fueron incorporados en la normativa comunitaria en el Tratado de Maastricht y en los sucesivos tratados, y la forma en que se materializaron en una institución que se constituiría en un Banco Central comunitario para los países de la UEM, ejercieron una importante influencia en el accionar del BCE en crisis de la zona de euro. Puntualmente, el aporte de este trabajo radicó en sistematizar en un análisis integral y complementario, cómo cada uno de estos factores interaccionan y se retroalimentan mutuamente al momento de explicar en la práctica el comportamiento del BCE ante el estallido de la crisis luego de la caída de Lehman Brother.

Por lo que refiere a las ideas, doctrinas y paradigmas dominantes al momento de pensar el rol de BCE en la UEM, se expuso en el Capítulo II que la historia y las experiencias de los Estados de Europa occidental tras el colapso del sistema de Bretton Woods a inicios de los años 70, y sus intentos fallidos de poder aplicar un régimen de tipo de cambio fijo; así como las repercusiones que trajo aparejada la crisis del petróleo en las economías de éstos Estados, resultaron ser determinantes al momento de elaborar los lineamientos bajo los cuales se constituiría una institución supranacional que tuviera a su cargo el manejo de la política monetaria de los miembros de la UEM.

En este sentido, se evidenció que el contexto histórico bajo el cual fue pensado el BCE estuvo marcado por una línea de pensamiento ligada a los principios teóricos del monetarismo, aunque con una impronta propia del paradigma neoliberal que los pensadores del BCE impregnaron en el diseño del rol y la función de dicha institución. Así, se demostró que el consenso neoliberal Europeo nunca incorporó la versión pura del monetarismo,

confiando en cambio en los principios y prescripciones generales del mismo y ajustándolos al contexto europeo. Esto dio como resultado una versión pragmática de la teoría monetarista, enfatizando la importancia de la estabilidad de los precios para la macroeconomía, pero apartándose del monetarismo, al defender la aplicación de un tipo de cambio fijo (McNamara, 1998, p. 173).

Asimismo, se señaló que bajo éste paradigma, y previo a la constitución del BCE, la creciente credibilidad en el SME como institución gestó un vínculo en la estabilidad cambiaria, desarrollando niveles de convergencia de las políticas neoliberales tanto en el plano doméstico como regional. La clave de esta dinámica se debió al progresivo rol que ha desempeñado la confianza y creencia en el mantenimiento de la estabilidad de los precios y los tipos de cambio, a medida que los flujos de capital y la integración de los mercados iban aumentando. De este modo, se pudo determinar que la estabilidad del SME se construyó en base a un paradigma político que rechazó el argumento de que las políticas expansionistas podían producir cualquier efecto real positivo en el medio a largo plazo (McNamara, 1998, p. 161). De allí que se deriva la idea de *trade off* entre inflación y liquidez, argumento base para la prohibición de la financiación directa del BCE en el mercado de deudas soberanas.

Un aspecto a resaltar en este punto, es el rol de Bundesbank alemán como modelo de institución previo a la creación del BCE, a cuya imagen y semejanza se diseñaría la referida institución comunitaria. Así, se pudo identificar que, en las etapas previas a la constitución del BCE, la experiencia del Bundesbank alemán con políticas restrictivas y antiinflacionarias había ofrecido un poderoso y persuasivo ejemplo de los méritos del monetarismo pragmático que otros bancos centrales de la UE debían emular. Esto fortaleció el papel del marco alemán como moneda ancla del SME (que luego sería reemplazada por el Euro como moneda y

símbolo de la UEM), destacándose la labor que los funcionarios del Bundesbank ejercieron a lo largo de los años posteriores a la crisis del petróleo al dar a conocer a sus vecinos de la UE sus puntos de vista sobre la importancia de la estabilidad de precios, resaltando los méritos de la aplicación de una política monetaria restrictiva. Así se observó que, si bien los cambios ideacionales se produjeron a nivel de los actores políticos nacionales, las instituciones de la CE desempeñaron un papel importante en fomentar el consenso que sustentaba el SME, proporcionando el medio dentro del cual las creencias compartidas podían ser formuladas y solidificadas. En particular, cabe mencionar aquella que refiere a una política monetaria orientada hacia el objetivo de estabilidad de precios, sentando así las bases de una convergencia a la baja de las tasas de inflación y a un alto grado de estabilidad del tipo de cambio (Delors, 1989, p. 8). En este contexto, cabe añadir que así como la creación de un mercado interno había sido el motor impulsor de la AUE, el objetivo de crear una UEM fue el motor impulsor del Tratado de Maastricht (Martín de la Guardia & Pérez Sánchez, 2001, p. 116).

Entendiendo que la UEM supone la transferencia de parte de la soberanía nacional a una institución común, el Tratado de Maastricht constituyó un paso necesario hacia la creación de la unión monetaria, siendo éste la base jurídica que le otorgaría un marco adecuado a dicho proceso de integración en el contexto comunitario. En este punto en el Capítulo III se pretendió analizar, a la luz de los aportes derivados de las teorías del derecho internacional, las diversas dimensiones que permiten identificar el grado de rigidez o flexibilidad de los ordenamientos jurídicos. Puntualmente en lo que respecta al SME se reflexionó sobre el modo en que el ordenamiento jurídico monetario internacional influyó en la arquitectura y

diseño del dicho sistema y se pudo determinar el patrón predominante que rige las relaciones y el comportamiento de los estados miembros de la UEM.

En este punto se observó que el Tratado de Maastricht estableció una serie de organismos que representan una estructura organizacional estable y un aparato administrativo concreto, facilitando la centralización y la coordinación de las actividades colectivas de los miembros de la eurozona. Sin embargo, dado que la UEM es una integración diferenciada, se pudo identificar una compleja estructura en lo que respecta al SEBC manifestada por el vínculo orgánico existente entre el BCE y los BCN. Si bien estos organismos convergen en la coordinación de políticas monetarias y tipos de cambio, la imprecisión de los Estatutos no permite dar cuenta ante quién recae la responsabilidad de desarrollar las actividades que permitan aplicar las políticas definidas por el BCE. Por otro lado, son claros cuando establecen que el BCE no tiene la potestad para interferir en la política cambiaria de los BCN de los países no miembros.

De este modo, se pudo comprender que la existencia de compromisos duros y blandos en materia económica y monetaria de la UEM se inscribe en un *continuum*, donde algunos aspectos de la legalización se relajan ante determinados asuntos, mientras que otros se refuerzan. Entendiendo que la legalización es uno de los principales mecanismos por el cual los Estados pueden aumentar la credibilidad de sus compromisos, al analizar los textos del Tratado se determinó que en lo que respecta a la Unión Monetaria tanto las dimensiones de obligación y de delegación resultaron ser altas, mientras que la precisión es baja, reflejando un alto grado de institucionalización. Esto tiene su fundamento en el fuerte compromiso existente de los miembros de la eurozona con la reducción de la soberanía en lo que refiere a la política monetaria.

Asimismo, se evidenció el hecho que al ser un fenómeno que no tiene precedente en la historia, el proceso de integración económico y monetario de los miembros de la UEM estuvo signado por algunos aspectos que replicaron los patrones predominantes en el sistema monetario internacional, mientras que otros aspectos de la regulación adquirieron diverso grado de rigidez y flexibilidad. Por tanto, se pudo identificar que lo distintivo de la UEM es el hecho que al ser una integración diferenciada, combina aspectos del derecho internacional, nacional y supranacional, lo que acentúa aún más la complejidad de la regulación e institucionalización del fenómeno.

A su vez, es importante destacar que, con el objeto de garantizar el reconocimiento del Euro como moneda y símbolo de la UEM sus miembros concluyeron acuerdos que buscaron garantizar una credibilidad *ex ante* en desmedro de una flexibilidad *ex pos*. En este sentido, cabe señalar que la decisión de los creadores del BCE de enfatizar la necesidad de crear un Banco independiente, con el fin de mantener las presiones políticas externas al mínimo para garantizar que la estabilidad de precios se mantenga de manera creíble, resultó ser un aspecto transcendental en materia de integración.

Dicha decisión implicó un cambio para los bancos centrales nacionales de los estados miembros de la UEM, que durante años habían gozado de una independencia institucional y, en base a ésta, habían construido una fuerte reputación ante sus vecinos. Pero, mientras con el Tratado de Maastricht éstos gozan de gran independencia de los poderes políticos nacionales, están sujetos a las instrucciones del BCE y pierden el poder de decidir individualmente sobre la política monetaria de su país. Sin embargo, en la práctica se pudo evidenciar que esta restricción estuvo cuestionada, en tanto que al momento de analizar el proceso de decisión del BCE se pudo identificar la influencia de otros actores en la gestión

de la *policy*, en particular aquella que refiere al modo en que el Presidente del BCE es designado y el modo en que la nacionalidad del mismo es un factor relevante, así como también la influencia que ejercieron los Banqueros Centrales de Alemania en el contexto de la crisis de la eurozona.

Más específicamente, en el Capítulo IV se pudo demostrar que el Eurosistema posee todas las herramientas de política normalmente disponibles para un banco central, con amplio margen de maniobra sobre cómo desplegarlas. Sin embargo, su uso real estuvo sujeto a restricciones políticas, que reflejan los objetivos asignados al Eurosistema por el Tratado. Esto se convirtió en una fuente de graves dificultades cuando el Eurosistema, es decir los Bancos Centrales Nacionales, tuvo que hacer frente a la necesidad de intervenir como prestamista de último instancia en los mercados de deudas soberanas (Micossi, 2015, p. 5).

De este modo, se evidenció que tanto la estructura federal del Eurosistema, como el trabajo de los Comités en el proceso de tomas de decisión del BCE en los diversos niveles jerárquicos, son cruciales en lo que refiere al funcionamiento del proceso de política monetaria y para el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro. El Eurosistema se compone de Comisiones que trabajan en estrecha cooperación entre el BCE y con el personal de los BCN. En este sentido, y tal como prevé el Tratado de Maastricht, el BCE presenta una estructura centralizada de toma de decisiones pero una ejecución descentralizada a cargo de los BCN (Moutot & Mongelli, 2008, p. 50). Dada esta complejidad del proceso de toma de decisión, se pudo demostrar que la *policy* del BCE si bien desde lo normativo e institucional se encontraría protegida de las influencias políticas de sus estados miembros, en la práctica la intervención de los BCN en el rescate de las deudas

privada y nacionales resultó ser un agravante de la situación de desequilibrios entre los Estados.

De este modo, al abordar las condiciones económicas imperantes, se observó que la política monetaria estuvo en el centro de la zona euro durante gran parte de la década pasada, pero fue fuertemente procíclica en la periferia donde alimentó la acumulación de desequilibrios, y tras el estallido de la crisis financiera, amplió las fuerzas deflacionarias. También se demostró que la posición monetaria reflejó en gran medida la evolución de los países centrales, siendo esto una tendencia razonable dado su peso en la economía total de la eurozona, aunque produjo consecuencias desagradables para la estabilidad monetaria y financiera al interior de la eurozona (Micossi, 2015, p. 10).

En sentido, se pudo comprobar que la crisis de deudas soberanas puso en evidencia que el Banco Central necesitaba ser algo más que un gestor del mantenimiento de una baja inflación. Así, se comenzaba a entender que el BCE era también responsable de la estabilidad financiera y que como tal, era necesario que ejerciera funciones de prestamista de última instancia de las deudas soberanas en la gobernanza de la eurozona. En este contexto se toma la decisión de implementar los programas *ad hoc*, que vienen a suplir la carencia de esta facultad por parte de dicha institución, a fin de descomprimir los costos de los ajustes y medidas en materia fiscal que los países de la periferia estaban sufriendo dada las duras reformas estructurales impuestas a éstos Estados para superar los consecuentes desequilibrios que la crisis imponía. Dichos programas, fueron utilizados como instrumentos alternativos para superar la limitación del BCE ante su imposibilidad de actuar como un prestamista de última instancia y, de este modo, funcionar como garante de los estados miembros de la UEM.

Así, se observó que a raíz de que la persistente depresión económica y la eventual deflación de las economías de la eurozona, el BCE incursionó por aguas desconocidas aplicando políticas no convencionales. En este proceso, el BCE se constituyó *de facto* como el prestamista de última instancia en los mercados de deuda soberana de los países miembros de la UEM. Se evidencia que para que el BCE pudiera llevar a cabo estas intervenciones legalmente, la flexibilidad de algunas normas del TFUE y su Estatuto, permitieron hacer una lectura más amplia del mismo, e implementar a través de estos programas la compra de deuda soberana (Micosis 2015).

Se entendía que la plena utilización de los poderes y herramientas del BCE para estabilizar los mercados financieros no estaba prohibida por el Tratado y los Estatutos del SEBC, por lo que el Presidente Draghi tuvo la posibilidad de lograr un consenso suficiente en el seno del Consejo de Gobierno para llevar a cabo el programa OMT y, posteriormente el programa QE. Las condiciones bajo las cuales se llevaron a cabo estas intervenciones han sido diseñadas para respetar el límite legal entre las intervenciones de política monetaria y las políticas económicas, especialmente en lo que respecta a la prohibición de la financiación monetaria de los gobiernos. Ésta fue una dura lección, aprendida en medio de agudas tensiones en las cuales existió una firme oposición dentro del Consejo de Gobierno y en algunos Estados miembros (sobre todo de Alemania) que cuestionaron el accionar del BCE, e iniciaron un proceso de revisión sobre la legalidad de la OMT por el Tribunal de Karlsruhe (Micossi, 2015, p. 34).

Por lo que respecta al análisis de los rescates de deudas de los PIIGS, se pudo identificar que también el accionar del BCE estuvo determinado por un alto grado de discrecionalidad por parte de los tomadores de decisión en el grado de intervención del BCE en el rescate y

esterilización de las deudas soberanas de dichos Estados miembros en los diversos programas.

No obstante, es preciso reconocer que tras el impacto de la crisis, el lugar institucional y el papel del BCE dentro de la política de la zona del euro se ha visto fortalecido, en tanto que el BCE ha surgido como el único actor de política capaz de intervenir de manera decisiva en momentos de tensión y ha podido hacerlo ampliando el alcance de sus instrumentos y operaciones mucho más allá de lo previsto en el Tratado de Maastricht. Por otra parte, es necesario destacar que el BCE sólo acudió al rescate luego que el sistema fuese conducido hacia su inminente ruptura (Micossi, 2015, p. 34).

Particular relevancia adquiere en este análisis la identificación de una falla en el diseño de la eurozona en tanto que las políticas monetarias se encuentran fuertemente centralizadas, mientras que las económicas han quedado a cargo de los gobiernos nacionales. La crisis puso en evidencia que la carencia de mecanismos de aplicación automática en lo que respecta a la coordinación de políticas macroeconómicas socavó los esfuerzos para poder lograr una cooperación efectiva y, avanzar en la implementación de medidas eficientes.

En suma, se puede decir que la crisis ha sido el resultado de un conjunto de debilidades que se derivan del propio diseño institucional originario UEM, que incluía una política monetaria única, acompañada de una coordinación y vigilancia de otras políticas económicas mucho más difusas. Esto quedó evidenciado en la inoperatividad práctica, en el área de la política de estabilidad presupuestaria, del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento. Lo que se agravaba dada la ausencia de mecanismos apropiados para gestionar las crisis de carácter sistémico que afectasen al conjunto de la eurozona. Evidenciaba, así el hecho que la UEM era efectivamente monetaria, pero apenas económica. (Malo de Molina, 2013, p. 121).

A más de 30 años de su lanzamiento, la eurozona enfrenta en la actualidad una grave crisis de credibilidad. Se entiende de este modo, que a fin de superar la actual situación ante la cual se encuentran inmersos los países de la eurozona, es necesario avanzar en la consecución de acciones colectivas. La presencia de un prestamista de última instancia, es una condición necesaria pero no suficiente. Cobran relevancia en este punto la necesidad de implementar una unión presupuestaria, así como también fortalecer desde el reconocimiento legal el rol del BCE como prestamista en última instancia a fin de garantizar el cumplimiento del pago de las deudas soberanas, brindando señales claras a los mercados, disipando eventuales riesgos de contagio. Para ello, será fundamental aunar esfuerzos que permitan aumentar la credibilidad de la UEM ante el contexto internacional en esta materia y, a su vez, dar pasos que permitan establecer y consolidar una Unión Política que demuestre de forma inequívoca el grado de compromiso que los miembros tienen con los objetivos originarios y fundacionales de la UE.

En esencia, es preciso destacar que la crisis del euro ha puesto en escena un debate más profundo sobre las verdaderas bases de la identidad europea. Si bien dicha identidad ha ido evolucionando conforme a los diversos estadios que fue vivenciando el propio proceso de integración, cabe señalar que tal como afirma Lau (2011), hoy Alemania no se percibe como el modelo europeo sino como víctima de la idea de Europa, y a su entender son justamente los almenes quienes tienen que reconstruir la UE. Sin embargo, aunque el concepto de una Europa unida antes era un concepto con un valor inherente, ahora muchos creen que la idea de “más Europa” amenaza a la prosperidad y los valores propios de la Unión (Lau, 2011).

BIBLIOGRAFÍA

- ABBOTT, K. W., KEOHANE, R. O., MORAVCSIK, A., SLAUGHTER, A.-M., & SNIDAL, D. (2000). The Concept of Legalization. *International Organization, The Io Foundation and The Massachusetts Institute of Technology*, 54(3), 401–419.
Dirección de URL: <https://www.princeton.edu/~amoravcs/library/concept.pdf>
Consultado el 13-10-2012
- ABBOTT, K. W., & SNIDAL, D. (1998). Why States Act Through Formal International Organizations. *Journal Of Conflict Resolution*, 42.
- BECK, U. (2012). *Una Europa Alemana*. Barcelona: Ed. Paidós.
- BELTRÁN, M. (1987). El «Policy Analysis» como Instrumento de la Valoración de la Acción Pública. *Revista de Estudios Políticos (Nueva Época)*(Núm. 56), 65-76.
Dirección deURL: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/26936.pdf>
Consultado el 03-11-2013
- BRUNNERMEIER, M. K., & GERSBACH, H. (2012). True Independence for The Ecb: Triggering Power. No More, No Less. *Vox*. Dirección de URL: <http://www.voxeu.org/article/true-independence-ecb-triggering-power-no-more-no-less>. Consultado el 09-03-2013
- CAMPBELL, J. L. (2002). Ideas, Politics, and Public Policy *Annual Review of Sociology*, 28, 21-38. Dirección de URL: <http://sociology.dartmouth.edu/sites/sociology.dartmouth.edu/files/Ideas,%20Politics%20&%20Public%20Policy.pdf> Consultado el 23-02-2014

- CAMPOS, S. (2008). El Prestamista de Última Instancia: Extensiones al Enfoque Tradicional. Dirección de URL: <http://www.itf.org.ar/pdf/lecturas/lectura35.pdf>. Consultado el 30-04-2013
- CAPETA, T. (1995). Legal Framework of the European Monetary System and the European Monetary Union. *Institute for Development and International Relations Ul*. Dirección de URL: http://aei.pitt.edu/6907/1/capeta_tamara.pdf. Consultado el 12-03-2013
- CASTAÑEDA, J. (2012). Definición M1, M2 Y M3 de dinero Bancario. Dirección de URL: <https://www.oroyfinanzas.com/2012/10/definicion-m1-m2-m3-dinero-bancario/>. Consultado el 23-03-2014
- COSTAS, A., & LAGO-PENÑA, S. (2013). The Debt Crisis, The Euro and The European Political Integration: reflections from the Economy. *Paper No. 45563*. Dirección de URL: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/45563/> Consultado el 25-03-2014
- DE GRAUWE, P. (2011a). The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? *Cesifo Economic Studies, Working Paper N° 3569*. Dirección de URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1927783 . Consultado el 21-01-2012
- _____ (2011b). The Governance of a fragile Eurozone. *Ceps Policy Briefs*, 1-35. Dirección de URL: <http://ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone>. Consultado el 10-10-2012
- DELIVORIAS, A. (2015). *A History of European Monetary Integration*. Dirección de URL: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI\(2015\)551325_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI(2015)551325_EN.pdf). Consultado el 25-07-2015
- DELORS, J. (1989). *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*. Committee for the Study of Economic and Monetary Union. Dirección de URL:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6161_en.pdf.

Consultado el 26-10-2014

EICHENGREEN, B. (1993). *European Monetary Unification* 31, 1321-1357 Dirección de

URL: <http://www.jstor.org/stable/2728243>. Consultado 12-08-2013

FRATIANNI, M., VON HAGEN, J., & SALVATORE, D. (1997). *Macroeconomic Policy in Open Economies*. Dirección de URL:

https://books.google.com.ar/books/about/Macroeconomic_Policy_in_Open_Economies.html?id=8y03Iq8GAV8C&redir_esc=y. Consultado el 14-05-2013

GOLDSTEIN, J., & KEOHANE, R. O. (1993). *Ideas & Beliefs, Institutions, Foreign and Political Change Policy* (P. J. Katzenstein Ed. First Ed.): Cornell University Press.

GUERRERO OROZCO, O. (2000). *La Ciencia de la Policy*. Teoría Administrativa del Estado (Pp. 455-500). México D.F: Oxford University Press. Dirección de URL:

<https://archivos.juridicas.unam.mx/www/bjv/libros/4/1810/14.pdf>. Consultado el 15-03-2013

HEIDEBRECHT, S. (2015). *Approaching the Politics of Monetary Policy: Why Central Bankers are Appointed and How Political Institutions matter for Monetary Policy-*

Making in the European Union. Dirección de URL: [http://www.nias.knaw.nl/news-](http://www.nias.knaw.nl/news-events/calendar/workshop-events/workshop-papers-eu-decision-making/Heidebrecht%20Paper%20Approaching%20the%20Politics%20of%20Monetary%20Policy.pdf)

[events/calendar/workshop-events/workshop-papers-eu-decision-](http://www.nias.knaw.nl/news-events/calendar/workshop-events/workshop-papers-eu-decision-making/Heidebrecht%20Paper%20Approaching%20the%20Politics%20of%20Monetary%20Policy.pdf)

[making/Heidebrecht%20Paper%20Approaching%20the%20Politics%20of%20Monetary%20Policy.pdf](http://www.nias.knaw.nl/news-events/calendar/workshop-events/workshop-papers-eu-decision-making/Heidebrecht%20Paper%20Approaching%20the%20Politics%20of%20Monetary%20Policy.pdf) Consultado el 30-11-2015

ISSING, O., GASPAR, V., ANGELONI, I., & TRISTANI, O. (2001). *Monetary Policy in the Euro Area Strategy and Decision Making at the European Central Bank*

Dirección de URL: [https://www.questia.com/read/105759406/monetary-policy-in-](https://www.questia.com/read/105759406/monetary-policy-in-the-euro-area-strategy-and-decision)

[the-euro-area-strategy-and-decision](https://www.questia.com/read/105759406/monetary-policy-in-the-euro-area-strategy-and-decision). Consultado el 25-03-2013

- KOPF, C. (2011). Restoring Financial Stability in the Euro Area. *Ceps Policy Briefs, No. 237*. Dirección de URL:
<https://www.ceps.eu/system/files/book/2011/03/Policy%20Brief%20No%20237%20Kopf%20on%20Restoring%20Financial%20Stability%20rev.pdf> Consultado el 19-04-2013
- LAU, J. (2011). La Diplomacia Alemana sin voz. Dirección de URL:
<http://www.voxeurop.eu/es/content/article/915781-la-diplomacia-alemana-sin-voz>
Consultado el 09-04-2013
- LORCA-SUSINO, M. (2009). Ten years with the Euro. in J. Roy & R. Domínguez (Eds.), *Lisbon Fado: The European Union Under Reform* (Pp. 175-194). Miami-Florida: Jean Monnet Chair/University of Miami. Dirección de URL:
http://aei.pitt.edu/46818/1/Lisbon_Fado%2Dtextfinal%2Dall.pdf. Consultado el 10-04-2014
- MALO DE MOLINA, J. L. (2013). La Respuesta del Banco Central Europeo a la Crisis., en ponencia presentada en el encuentro «Experiencias y enseñanzas de las crisis: Europa y América Latina», organizado por la Universidad Complutense y la Fundación Ramón Areces, 16 de julio, Madrid. Dirección de URL:
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Jul/Fich/be1307-art5.pdf> Consultado el 18-04-2014
- MARTÍN DE LA GUARDIA, R. M., & PÉREZ SÁNCHEZ, G. A. (2001). *Historia de la Integración Europea* (Ariel Ed.). Barcelona. Dirección de URL:
<http://revistas.ucm.es/index.php/CHCO/article/viewFile/37982/36743> Consultado el 08-11-2014

- McBRIDE, J., & ALESSI, C. (2015). The Role of the European Central Bank, 6. Dirección de URL: <http://www.cfr.org/europe/role-european-central-bank/p28989>. Consultado el 20-03-2016
- MCNAMARA, K. R. (1998). *The Currency of Ideas: Monetary Politics in The European Union*: Cornell University Press.
- MICOSSI, S. (2015). The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015) *No. 109*, 34. Dirección de URL: https://www.ceps.eu/system/files/SR%20109%20SM%20Monetary%20Policy%20of%20the%20ECB_0.pdf Consultado el 03-03-2016
- MONGELLI, F. P. (2008). European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory. Dirección de URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12081_en.pdf Consultado el 20-03-2012
- MOUTOT , A. J., & MONGELLI, F. P. (2008). *The Workings of the Eurosystem Monetary Policy Preparations and Decision-Making. ECB Publication. Selected Issues Vol. 79.* (Pp. 68) Frankfurt. Dirección de URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp79.pdf?66c7d93f692dd780314145ae6772f03d> Consultado el 24-05-2015
- OPTICA. (1976). The Optica Report 1975: Towards Economic Equilibrium and Monetary Unification in Europe, 61. Dirección de URL: http://www.cvce.eu/content/publication/2012/5/29/1403ebca-0839-4eca-9423-c9fcb7452555/publishable_en.pdf. Consultado el 23-05-2016
- POSNER, E. A., & SYKES, A. O. (2012). *International Law and the Limits of Macroeconomic Cooperation*, University of Chicago Institute for Law & Economics

- Olin Research Paper No. 609; U of Chicago, Public Law Working Paper No. 396; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 431. Dirección de URL: <http://www.law.uchicago.edu/files/file/609-396-eap-cooperation.pdf> Consultado el 20-03-2013
- ROY, J., & DOMÍNGUEZ, R. (2009). *Lisbon Fado: The European Union Under Reform* (Pp. 242). Dirección de URL: http://aei.pitt.edu/32454/1/Lisbon_Fado%2Dtextfinal%2Dall.pdf Consultado el 07-04-2013
- SAKA, O., FUERTES, A.-M., & KALOTYCHOU, E. (2014). Ecb Policy and Eurozone Fragility: Was De Grauwe Right? *Centre for European Policy Studies, No. 397*, 32. Dirección de URL: http://aei.pitt.edu/52447/1/WD397_Saka_et_al_ECB_Policy_and_Eurozone_Fragility_Final.pdf Consultado el 18-08-2015
- SHELLER, H. K. (2006). El Banco Central Europeo: Historia, Misión y Funciones. *Banco Central Europeo*. Dirección de URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006es.pdf?798825dc03d2210a052ae1a39684268b>. Consultado el 02-10-2012
- SIMMONS, B. A. (2000). The Legalization Of International Monetary Affairs *Nternational Organization*, 54(3), 573–602. Dirección de URL: <http://scholar.harvard.edu/files/bsimmons/files/legalizationintlmonetaryaffairs.pdf>. Consultado el 12-03-2013
- SOLANS, E. D. (2002). La Culminación de la Unión Monetaria Europea, Conferencia en el Club Siglo XXI. Dirección de URL:

<http://www.ecb.eu/press/key/date/2002/html/sp020124.es.html>. Consultado el 10-05-2012

SPECK, U. (2012). Por qué Alemania no se está convirtiendo en la Potencia Hegemónica de Europa FRIDE, Policy Brief, April, Nro. 80 Dirección de URL: <http://www.fride.org/publicacion/1012/why-germany-is-not-becoming-europe's-hegemon> Consultado el 20-08-2013

SWEET, S., SANDHOLTZ, W., & FLIGSTEIN, N. (Eds.). (2001). *The Institutionalization of Europe*. New York: Oxford University Press. Dirección de URL: https://books.google.com.ar/books/about/The_Institutionalization_of_Europe.html?id=8qfomGx36ZIC&redir_esc=y Consultado el 25-03-2013

ZILIOLI, C., & SELMAYR, M. (2006). Recent Developments in the Law of the European Central Bank. *Yearbook of European Law* 25, (Pp 89). Dirección de URL: <https://doi.org/10.1093/yel/25.1.1> Consultado el 7-04-2014