



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

NOVEDADES EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE ANTE LA CRISIS PANDÉMICA: enfoque en la economía real y mayor solidaridad europea

Autor: Sara Ruiz Pareja

Director: María Yolanda Fernández Jurado

RESUMEN:

En poco más de una década, la economía europea ha atravesado tres crisis consecutivas con características muy diferentes, pero con graves consecuencias en todos los casos. La crisis financiera de 2008 generó una fuerte reducción de créditos a empresas y hogares, lo que dificultó considerablemente el crecimiento y el empleo. La respuesta masiva de algunos gobiernos europeos en apoyo de sus instituciones financieras, especialmente las crediticias, provocó dudas sobre la solvencia económica de dichas autoridades y, en consecuencia, de sus países, desencadenando la que se denominó Crisis de la deuda soberana, que llegó a poner en duda incluso la continuidad del euro como moneda común. Cuando parecía que la mayoría de las economías habían logrado estabilizarse, la pandemia del Covid-19 y las posteriores medidas de contención desencadenaron una crisis sanitaria y económica sin precedentes. La propagación de este virus no solo comprometió seriamente la salud de la población, sino también la supervivencia de la economía real en su conjunto, pues en muchas ocasiones fue necesario el confinamiento domiciliario y el cierre de las actividades no esenciales para frenar los contagios.

En el siguiente proyecto de fin de carrera se analiza la reacción de las autoridades monetarias europeas ante cada una de las tres crisis, subrayando cómo se han adaptado sus respuestas a las circunstancias cambiantes a las que han tenido que hacer frente. Se hará especial hincapié en el cambio de respuesta del BCE a la crisis de Covid-19 y, en concreto, en la principal herramienta implementada por el mismo para ayudar a mitigarla: el Programa de Compras de Emergencia Pandémica. En particular, se identificarán dos características muy innovadoras de la rápida e intensa reacción del BCE: el mayor apoyo directo a la economía real y el mayor grado de coordinación y solidaridad entre los Estado Miembros.

Palabras clave: Crisis, Banco Central Europeo (BCE), Política Monetaria, Covid-19, Programa de Compras de Emergencia Pandémica

ABSTRACT:

In little more than a decade, the European economy has gone through three consecutive crises with very different characteristics, but with severe consequences in all cases. The financial crisis 2008 led to a sharp reduction in credit to businesses and households, which significantly hampered growth and employment. The massive response of some European governments in support of their financial institutions, especially credit institutions, raised doubts about the economic solvency of these authorities and, consequently, of their countries, triggering the so-called Sovereign Debt Crisis, which even called into question the continuity of the euro as a common currency. Just when it seemed that most economies had managed to stabilize, the Covid-19 pandemic and the subsequent containment measures triggered an unprecedented health and economic crisis. The spread of this virus not only seriously compromised the health of the population, but also the survival of the real economy as a whole, as home confinement and the closure of non-essential activities were often necessary to curb contagions.

The following final project analyses the reaction of European monetary authorities to each of the three crises, highlighting how they have adapted their responses to the changing circumstances they have had to face. Particular emphasis will be placed on the ECB's changed response to the Covid-19 crisis and, in particular, on the main tool implemented by the ECB to help mitigate it: the Pandemic Emergency Purchase Programme. In particular, two highly innovative features of the ECB's rapid and intensive reaction will be identified: the increased direct support to the real economy and the greater degree of coordination and solidarity among Member States.

Key words: Crisis, European Central Bank (ECB), Monetary Policy, Covid-19, Pandemic Emergency Purchase Programme

ÍNDICE DE CONTENIDOS

ÍNDICE DE GRÁFICOS	5
LISTADO DE ABREVIATURAS	6
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	8
CAPÍTULO II. PROCESO DE CONSOLIDACIÓN DE UNA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA Y LA NECESIDAD DE UNA SUPERVISIÓN FINANCIERA COMÚN	10
1. HACIA UNA UNIÓN MONETARIA	10
1.1. Antecedentes	10
1.2. Diferencias entre el SEBC y el Eurosistema	11
1.3. Funciones del Banco Central Europeo	14
2. GARANTÍAS INSTITUCIONALES SOBRE LA INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO	17
2.1. El principio de prohibición de la financiación monetaria	17
2.2. La financiación de Banco Central Europeo: la clave de capital	18
CAPÍTULO III. ACTUACIÓN DEL BCE ANTE LAS CRISIS DE 2008 Y DE 2010	20
1. INTRODUCCIÓN	20
2. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO	20
3. EL BANCO CENTRAL EUROPEO ANTE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008	23
3.1. Causa y efectos de la crisis financiera	23
3.2. La respuesta del Banco Central Europeo	25
4. CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA DE 2010	26
4.1. Causas y efectos de la crisis de deuda soberana	26
4.2. Respuesta del Banco Central Europeo	27
4.3. Las Operaciones Monetarias a Vencimiento. La primera polémica legal.	31
CAPÍTULO IV. LA REACCIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO ANTE LA CRISIS ECONÓMICA PROVOCADA POR EL COVID-19	33
1. CRISIS SANITARIA GLOBAL Y SUS CONSECUENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES EN LA UNIÓN EUROPEA	33
2. MEDIDAS APLICADAS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO ANTE ESTA CRISIS	35

2.1. Operaciones de Financiación a Largo Plazo de Objetivo Específico (TLTROs)	37
2.2. Ampliación de los activos financieros admitidos como garantía	38
2.3. Colaboración del BCE en el Plan de Recuperación de la Unión Europea	39
CAPÍTULO V. EL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA	41
1. QUÉ ES EL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA Y CUÁLES SON SUS CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES	41
1.1. El volumen y la duración de las compras del Programa de compras de emergencia pandémica	42
1.2. La mayor orientación del Programa de compras de emergencia pandémica hacia la economía real	43
1.3. La flexibilidad en las compras, que pone de manifiesto una mayor solidaridad europea	45
1.4. El límite del 33% en las compras de bonos de deuda pública y su no aplicación al Programa de compras de emergencia pandémica	46
2. LA EFICACIA DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA	48
3. LA SEGUNDA CONTROVERSIA JUDICIAL (CONTRA EL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA)	52
4. EL IMPACTO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA EN LA CUENTA DE RESULTADOS DEL EUROSISTEMA	53
CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES	55
FUENTES DOCUMENTALES	58
ANEXO I: CUADRO DE MEDIDAS URGENTES ADOPTADAS POR EL BCE CONTRA LA CRISIS PANDÉMICA (MARZO-JUNIO 2020).	66
ANEXO II: CUADRO DE LA RESPUESTA EUROPEA A LA CRISIS DEL COVID-19: MEDIDAS REGULATORIAS Y FISCALES APROBADAS.	67
ANEXO III: LAS TENENCIAS DEL EUROSISTEMA EN EL MARCO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PARA CASOS DE PANDEMIA	68
ANEXO IV: DESGLOSE BIMESTRAL DE LOS VALORES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL MARCO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA	69

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolución de la inflación en la zona euro 2010-2020

Gráfico 2: Compras del APP en media mensual por subprograma

Gráfico 3: Evolución del PIB de la zona del euro (2010-2020)

Gráfico 4: Media mensual de compras conjuntas en el APP y el PEPP

Gráfico 5: Evolución del índice de estrés

Gráfico 6: Rentabilidad de los bonos de los gobiernos europeos

Cuadro 1: Tasa de evolución del PIB real de la Unión Europea

Cuadro 2: Distribución de las compras del PEPP en función a las clases de activos

Cuadro 3: Comparación entre las compras teóricas de Deuda Pública en el PEPP (según la clave de capital) y las compras reales

LISTADO DE ABREVIATURAS

BCE	Banco Central Europeo
UE	Unión Europea
TUE	Tratado de la Unión Europea
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
FECOM	Fondo Europeo de Cooperación Monetaria
CEE	Comunidad Económica Europea
ECU	<i>“Engine Control Unit”</i>
IME	Instituto Monetario Europeo
SBEC	Sistema de Bancos Centrales
BCNs	Bancos Centrales Nacionales (miembros de la Unión Europea)
SESF	Sistema Europeo de Supervisión Financiera
MUS	Mecanismo Único de Supervisión
MUR	Mecanismo Único de Resolución
JUR	Junta de Única de Resolución
PIB	Producto Interior Bruto
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria

OMT	<i>“Outright Monetary Transactions”</i>
APP	<i>“Asset Purchase Programme”</i>
PSPP	<i>“Public Sector Purchase Programme”</i>
SMP	<i>“Securities Market Programme”</i>
LTRO	<i>“Long-Term Refinancing Operations”</i>
ABS	<i>“Asset Backed Securities”</i>
PEPP	<i>“Pandemic Emergency Purchase Programme”</i>
TLTRO	<i>“Targeted Long-Term Refinancing Operations”</i>
SURE	<i>“temporary Support to mitigate Unemployment Risk and Emergency”</i>
CACs	Cláusulas de Acción Colectiva

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

Desde su creación en 1998, el Banco Central Europeo, a la cabeza del Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Eurosistema, ha jugado un papel fundamental en la configuración de la política monetaria global. Como principal garante de la estabilidad de precios en la eurozona, sus decisiones en relación a la subida o bajada de los tipos de interés y, por tanto, de la liquidez del mercado, ha tenido -y continúa teniendo- un gran impacto en el resto de las economías mundiales. Este mandato está cuidadosamente delimitado por el artículo 132 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE)¹.

Las sucesivas crisis de 2008 y 2010 pusieron en jaque la estabilidad del sistema financiero e, incluso, la permanencia del euro. Desde el Banco Central Europeo se trató de minimizar el impacto de estas crisis a toda costa, recurriendo a una serie de medidas cuya integración en el mandato otorgado por TFUE a esta institución fue puesto en duda².

Ahora, con la crisis sanitaria provocada por la pandemia del Covid-19 y la consecuente crisis económica derivada de las medidas de contención del virus, el Banco Central Europeo ha desarrollado un nuevo plan de acción. ¿Estará este sobrepasando los límites del mandato tradicionalmente conferido a la institución? ¿Puede hablarse de un nuevo paso hacia la verdadera Unión Económica? ¿Es válida, y por tanto, está justificada la nueva actuación del BCE?

El principal objetivo de este trabajo de fin de grado será analizar el impacto que han tenido las tres grandes crisis del siglo XIX en la política monetaria y económica de la eurozona, comprobar las novedades implantadas por el Banco Central Europeo en su actuación y ponderar si constituyen o no una extralimitación de su mandato. Para ello, la metodología empleada se centrará en la revisión documental relacionada con el marco normativo del SEBC y del BCE, así como en la evolución de la actuación Banco Central ante las crisis de 2008, 2010 y la reciente crisis sanitaria y económica del Covid-19. Los efectos económicos y legales que podrán ponerse de manifiesto tras las novedades en el plan de acción del BCE serán de mayúscula trascendencia y actualidad,

¹ Versión Consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión europea, firmado el 16 de octubre de 2012. Diario Oficial de la Unión Europea, 26 de octubre de 2012 núm. 362, pp. 104.

² Sentencia del Tribunal Constitucional Alemán de 5 de mayo de 2020 contra la resolución del TJUE de 16 de junio de 2015 (asunto C-62/14).

pues podrán servir de preámbulo para lograr en un futuro la tan ansiada Unión Económica.

En las páginas que siguen, tras una breve presentación del marco institucional de la autoridad monetaria, se describe la actuación del BCE durante las sucesivas crisis financiera, de deuda soberana y pandémica, y se valoran sus respuestas y su capacidad de adaptación al cambiante escenario, con especial foco en la crisis sanitaria y económica creada por la propagación del coronavirus en 2020. También se estudian los retos que el Eurosistema ha tenido que enfrentar en su tarea, provenientes de la impugnación judicial de sus decisiones.

CAPÍTULO II. PROCESO DE CONSOLIDACIÓN DE UNA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA Y LA NECESIDAD DE UNA SUPERVISIÓN FINANCIERA COMÚN

1. HACIA UNA UNIÓN MONETARIA

1.1. Antecedentes

La cooperación financiera y la estabilidad monetaria en la Unión Europea (UE) constituía una de las principales aspiraciones de sus Estados Miembros tras el colapso de los acuerdos de Bretton Woods³ y la crisis del petróleo de 1973. Como respuesta al ambiente de incertidumbre e inflación descontrolada, en 1973 se creó el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM). Su principal labor consistió en controlar la progresiva reducción de los márgenes de fluctuación entre las monedas de los Estados miembros de la antigua Comunidad Económica Europea (CEE), que tras el abandono del patrón dólar se habían desestabilizado. En 1976 dirigió la administración de los préstamos comunitarios en favor de los Estados miembros, apoyando sus balanzas de pagos, y desde 1979 se encargó de todas las tareas relacionadas con la creación, el uso y la remuneración de la unidad de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) que se creó como uno de los pilares fundamentales del Sistema Monetario Europeo puesto en funcionamiento ese mismo año.

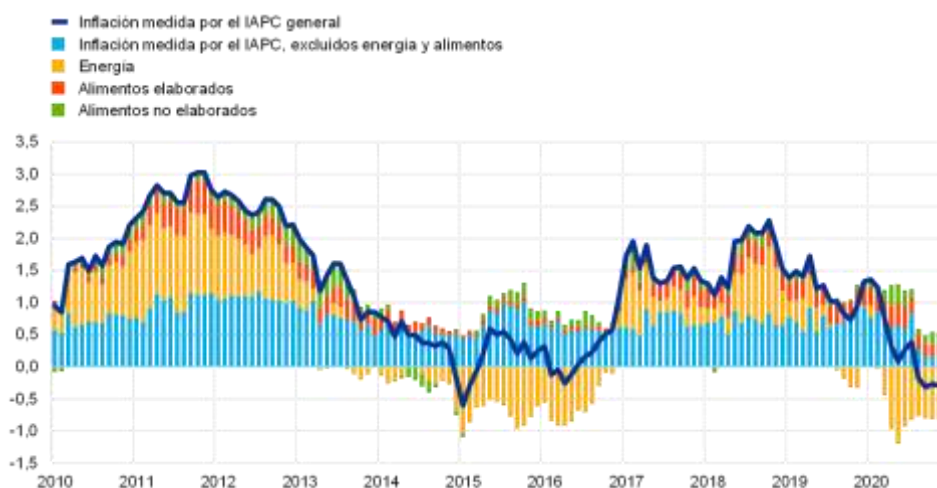
Con el Tratado de Maastricht o Tratado de la Unión Europea (TUE)⁴ firmado en 1992, y entrado en vigor en 1993, se define una nueva hoja de ruta para avanzar hacia la unidad monetaria. Entre sus propuestas se incluye la creación en 1994 del Instituto Monetario Europeo (IME), sustituyendo a su predecesor, el FECOM. Esta institución con personalidad jurídica propia sirvió como herramienta de desarrollo de numerosas tareas operativas, entre las que se encontraban la creación de una nueva moneda y el establecimiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

³ El Sistema de Bretton Woods se conformó por una serie de compromisos acordados entre un total de 44 naciones para hacer frente al detrimento económico ocasionado por la Segunda Guerra Mundial. Tras dos años de negociaciones y debates, se logró establecer un sistema monetario internacional que existió desde 1944 hasta 1973. Con él se erigió un sistema de tipos de cambio fijo en paridad con el dólar y se crearon las instituciones del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Su papel fue clave en el proceso de globalización del comercio y las finanzas. No obstante, la irrupción de la Guerra de Vietnam y el aumento del déficit comercial estadounidense forzó al Gobierno de Nixon a devaluar su moneda. Los problemas de liquidez y confianza de la divisa sobre la que se sostenía el sistema generaron el abandono de muchos Gobiernos del sistema (dejando de fluctuar sus monedas) y su consecuente derrumbe.

⁴ Tratado de la Unión Europea, firmado el 7 de febrero de 1992. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, núm. 191, pp. 1-112.

El 1 de junio de 1998 se creó el Banco Central Europeo con sede en Fráncfort del Meno (Alemania), asumiendo las funciones del IME. Cuando el 1 de enero de 1999 se inauguró el proyecto de la Unión Monetaria, fue designado como responsable de la instrumentación de su política monetaria. Asumió por tanto la labor de preservar la estabilidad de los precios por medio de la influencia en los tipos de interés y la cantidad de dinero en circulación. para contribuir al crecimiento económico y al pleno empleo, se estableció que el nivel de inflación debía mantenerse un nivel inferior, aunque próximo al 2% a medio plazo⁵. Como puede observarse en el siguiente gráfico, desde la crisis de deuda soberana, los niveles de inflación han estado sensiblemente por debajo del objetivo del BCE. Esto ha sido debido a los efectos de la baja actividad económica sobre el nivel de los precios. Igualmente se aprecia que, a raíz del estallido de la crisis pandémica, la inflación entró de nuevo en 2020 en cifras negativas.

Gráfico 1: Evolución de la inflación en la zona euro 2010-2020⁶



1.2. Diferencias entre el SEBC y el Eurosistema

El Sistema Europeo de Bancos Centrales, fue creado con vistas a mantener la estabilidad de los precios y a apoyar las políticas económicas de la UE⁷. Su regulación en el TUE se basó en la idea de que todas las naciones integrantes de la UE adoptarían el euro y colaboraran en la constitución de una política monetaria única. Para lograr esto

⁵ BCE, “La política monetaria del BCE”. Fráncfort del Meno, 2011, p. 7.

⁶ Fuente: Informe Anual del BCE para 2020 (realizado en 2021 a raíz de los datos de Eurostat). Recuperado el 14 de junio de 2021 de:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.es.html>

⁷ Artículo 127, apartado 2 y 4, de la Versión Consolidada del Tratado de la Unión Europea, firmado el 7 de febrero de 1992. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 30 de marzo de 2010, núm. 326, pp. 102-103

se establecieron una serie de criterios de convergencia⁸ que garantizaban el desarrollo económico equilibrado entre los integrantes de la Unión Monetaria. Su entrada en vigor se fijó el 1 de enero de 1999, por lo que todos los Estados Miembros debían adaptar su legislación interna para alcanzarlos en la fecha deseada. Entre ellos se incluyeron:

- i. Estabilidad de los precios. Este criterio se adoptó por medio de la fijación de una tasa de inflación próxima -pero nunca superior en más de un 1,5%- a la media de los tres Estados miembros con precios más estables. Esta medida reflejó el interés de que todos los países que adoptaran el euro tuvieran un nivel de precios sostenible y similar entre sí.
- ii. El saneamiento de las finanzas públicas. El objetivo último de este criterio residía en lograr que las finanzas públicas de los países integrantes de la zona euro tuvieran unas finanzas sólidas y sostenibles. Para ello, la Comisión sería la encargada de examinar si: (i) el déficit público es superior al 3% del PIB, y si (ii) la deuda pública es superior al 60% del PIB.
- iii. La estabilidad de los tipos de cambio. Para lograr este criterio, los Estados debían mantener el tipo de cambio de su divisa sin tensiones graves (sin devaluaciones y manteniéndose dentro de los márgenes normales de fluctuación establecidos por el Mecanismo de Tipo de Cambio del Sistema Monetario Europeo) durante, al menos, los dos años previos al examen.
- iv. Niveles óptimos de los tipos de interés a largo plazo. Durante el año previo al examen, los tipos de interés a largo plazo de los no debían superar el 2% de los tres Estados miembros con mejor comportamiento.
- v. Como criterio adicional de convergencia, se estableció la necesidad de que la legislación interna de los futuros Estados integrantes estuviera en sintonía con el Tratado y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

Tras la entrada en vigor de la Unión Monetaria, estos criterios de convergencia debían mantenerse para perpetuar la solidez y estabilidad del sistema. Consecuentemente, artículo 122.2 del TUE determinó que, al menos⁹, cada dos años,

⁸ Protocolo sobre los criterios de convergencia previstos en el artículo 109 J Del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, firmado el 7 de febrero de 1992. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, núm. 191, pp. 185-186.

⁹ También podría realizarse a petición de algún Estado Miembro, de la Comisión o del BCE.

deberán elaborarse “informes de convergencia” que evalúen el grado de cumplimiento de los criterios.

Sin embargo, en el momento de la entrada en vigor de la Unión Monetaria, no todos los Estados miembros del SEBC adoptaron el euro como su divisa nacional. Es más, a día de hoy tan solo 19 de los 27 Estados que componen el SEBC son miembros de la zona euro¹⁰. Nace así la necesidad de distinguir esta institución del denominado Eurosistema.

Mientras el SEBC está formado por el Banco Central Europeo¹¹ y por los bancos centrales nacionales miembros de la UE (BCNs), el Eurosistema constituye una institución independiente compuesta por el BCE y aquellos países de la UE que han adoptado el euro.

Como el mandato otorgado por el TUE al Sistema Europeo de Bancos Centrales partía de la base de la Unión Monetaria de todos sus integrantes, en la práctica, este es desarrollado por el Eurosistema. Dicha situación se mantendrá, al menos, hasta que se consiga la absoluta unidad económica entre los Estados miembros del SEBC. Entre sus principales funciones se encuentran¹²:

- a) definición y ejecución de la política monetaria única;
- b) realización de operaciones de cambio de divisas en consonancia con la política cambiaria establecida;
- c) gestión de las reservas oficiales en moneda extranjera de los países de la zona euro;
- d) promoción del buen funcionamiento del sistema de pagos; y
- e) contribución a la buena gestión de la supervisión de las entidades de crédito.

Gracias a la participación del BCE en el Sistema Europeo de Bancos Centrales y en el Eurosistema, se garantizaba en la práctica el cumplimiento de todas las funciones arriba enunciadas. No obstante, estas han tenido que ir cambiando con el tiempo.

¹⁰ Entre las naciones que componen el SEBC pero aún no han adoptado el euro como moneda propia se encuentra: Bulgaria, Croacia, República Checa, Dinamarca, Hungría, Polonia, Rumanía y Suecia.

¹¹ El marco institucional se contiene en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE, que constituyen un Protocolo anexo al Tratado Constitutivo de la Unión Europea.

¹² Artículo 127, apartado 2 y 5, de la Versión Consolidada del Tratado de la Unión Europea, firmado el 7 de febrero de 1992. Diario Oficial de la Unión Europea, 30 de marzo de 2010, núm. 326, pp. 102-103

1.3. Funciones del Banco Central Europeo

Como se ha comentado, el Banco Central Europeo es una institución compleja. En un inicio, su creación estaba destinada a servir de soporte al Sistema Europeo de Bancos Centrales en la realización de sus funciones¹³. Pero tras la entrada en vigor del euro y la no integración de todos los Estado Miembros del SEBC a la eurozona, se ha convertido en un órgano con presencia en estas dos instituciones: el Sistema Europeo de Bancos Centrales (integrado por todos los Estados Miembros de la Unión Europea) y el Eurosistema (integrado por todos los Estados Miembros que han adoptado el euro como moneda común).

Consecuentemente, las funciones del Banco Central Europeo quedan distribuidas de la siguiente forma¹⁴:

- i. El Consejo de Gobierno, integrado por el Comité Ejecutivo y los gobernadores de los BCNs de los Estados que han adoptado el euro, será el encargado de desarrollar las funciones encomendadas al Sistema Europeo de Bancos Centrales previamente enunciadas. Al tratarse todas ellas de medidas en materia de política monetaria, en la práctica solo afectará a desarrollo de las economías de los Estados Miembros integrantes del Eurosistema.
- ii. El Comité ejecutivo, integrado por el presidente, vicepresidente y cuatro técnicos expertos seleccionados por los gobiernos de los Estados de la zona euro, será el encargado de desarrollar aquellas decisiones monetarias adoptadas por el Consejo de Gobierno y de coordinar a los bancos centrales del Eurosistema en la implantación de las políticas. Además, será el órgano que desarrolle la gestión ordinaria del BCE.
- iii. El Consejo General, integrado por el presidente y vicepresidente del Banco Central Europeo, además de todos los gobernadores de los BCNs de los Estados Miembros de la Unión Europea. Este es el órgano que inicialmente estaba previsto que dirigiera la política monetaria de la Unión, pero hasta que no se produzca una efectiva Unión Monetaria entre todos los integrantes del SEBC no podrá desarrollar su mandato inicial. Consecuentemente, en la

¹³ Tratado de la Unión Europea, firmado el 7 de febrero de 1992. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, núm. 191, pp. 29.

¹⁴RAKIĆ, D., VERBEKEN, D., “Las Instituciones de la Unión Económica y Monetaria”. *Fichas técnicas sobre la Unión Europea*, abril de 2021. Recuperado de la página web del Parlamento Europeo el 14 de junio de 2021: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/es/FTU_2.6.2.pdf

práctica se dedica a coordinar la política monetaria de la zona euro con la de los Estados miembros no integrantes del Eurosistema. Además, es el encargado de desarrollar toda la información estadística relacionada con la institución y de supervisar el correcto funcionamiento del Mecanismo de Tipo de Cambio del Sistema Monetario Europeo.

Además de la toma de decisiones relativas al mandato encomendado al Sistema Europeo de Bancos Centrales (y enunciadas en el epígrafe anterior), el Banco Central Europeo es el encargado de realizar las siguientes funciones:

- i. Autorizar la efectiva emisión de los billetes correspondientes a la eurozona¹⁵.
- ii. Recopilar la información necesaria de las autoridades competentes para el desarrollo de los trabajos y estimaciones estadísticas¹⁶.
- iii. Otorgar su recomendación sobre los actos desarrollados por la Unión Europea y relacionados con sus competencias¹⁷.
- iv. Promover el correcto funcionamiento del sistema de pago (*Target2*), que vincula los mecanismos de pago de los Estados Miembros y el del Banco Central Europeo.

A raíz de la crisis financiera de 2008, la Unión Europea aboga por la creación de una serie de medidas que refuercen los requisitos a los que están sometidas las instituciones financieras y desplieguen un proceso de control de su cumplimiento. Así es como el 1 de enero de 2011 entra en vigor el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), compuesto por una serie de autoridades europeas coordinadas por el BCE¹⁸. La labor fundamental de esta institución se centro en la efectiva supervisión de que todas las normas aplicables al sector financiero fueran correctamente implementadas por los Estados miembros. De esta forma, se lograba mantener un clima de estabilidad financiera y confianza que evitara otra crisis similar a la de 2008.

¹⁵ Artículo 132 de la Versión Consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión europea, firmado el 16 de octubre de 2012. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 26 de octubre de 2012 núm. 104.

¹⁶ Artículo 5 del Estatuto del SEBC y del BCE, incorporado como Protocolo anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea firmado el 25 de marzo de 1957. *Compendium del BCE*, 2002, pp. 3.

¹⁷ Artículo 128, apartado 4 de la Versión Consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión europea, firmado el 16 de octubre de 2012. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 26 de octubre de 2012 núm. 103.

¹⁸ PARENTI, R., “El Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF)”. *Fichas técnicas sobre la Unión Europea*, noviembre de 2020. Recuperado de la web del Parlamento Europeo el 14 de junio de 2021: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/es/FTU_2.6.14.pdf

Además, tras la crisis soberana de 2010, los gobiernos europeos decidieron dar un paso más en su hoja de ruta hacia la “Unión Bancaria” y crearon en 2013 el Mecanismo Único de Supervisión (MUS)¹⁹. Este nuevo organismo se configura como un sistema europeo integrado de vigilancia de las entidades financieras. Mientras que la supervisión de las instituciones más significativas²⁰ se realiza bajo el liderazgo del Banco Central Europeo, la del resto de entidades se corresponde a las autoridades nacionales competentes de cada Estado miembro. Asimismo, en marzo de 2014 se creó el Mecanismo Único de Resolución (MUR), cuya principal actividad consiste en garantizar la eficiencia de las quiebras de los bancos integrados en la Unión Bancaria, minimizando los costes para el contribuyente y la economía real. Sin embargo, esta labor se encomendó a una autoridad independiente (la Junta de Única de Resolución, JUR) en lugar de al Banco Central Europeo.

Lo cierto es que con la creación de todos estos organismos se puede apreciar el comienzo del desarrollo de una cultura común de supervisión que podría servir de antesala para una futura Unión Bancaria. Si bien este tema profundamente interesante, tras la crisis del Covid-19 no se han apreciado claros indicios de un impulso normativo en este sentido. Por ello, habrá que esperar algo más de tiempo hasta que vuelvan a dilucidarse indicios de un avance de la UE en este sentido.

En definitiva, desde el colapso de los acuerdos de Bretton Woods y el abandono del patrón dólar, la CEE (y posterior UE) ha dirigido sus esfuerzos a la consecución de una Unión Monetaria que coordine las políticas entre los Estados miembros europeos. Esta cooperación beneficiaría la estabilidad de los precios y otorgaría solidez a la divisa única, aumentando la eficiencia de sus mercados (más integrados) y su influencia en la economía mundial. Tanto el FECOM como el IME sentaron las bases para la ulterior constitución de un órgano encargado de dirigir estas políticas, el BCE (a través del mandato del Sistema Europeo del Bancos Centrales). A día de hoy, esta institución se ha convertido uno de los agentes más influyentes de la economía mundial. Sus decisiones afectarán no solo a los países integrantes de los sistemas donde las desarrolla

¹⁹ MAGNUS, M., “La unión bancaria”. *Fichas técnicas sobre la Unión Europea*, abril de 2021. Recuperado de la web del Parlamento Europeo el 14 de junio de 2021: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/es/FTU_2.6.5.pdf

²⁰ Las entidades financieras más significativas quedarán definidas por el Reglamento del MUS, siendo los criterios de selección los relativos al tamaño, a la importancia económica, a si realizan actividades transfronterizas y a si necesitan de apoyo público directo para su mantenimiento.

sino también al resto de naciones (este efecto se implica debido al alto grado de interconexión y dependencia que poseen las economías contemporáneas). Además, la progresiva cooperación de sus Estados miembros servirá de precedente para otros sistemas de colaboración internacional y, ¿quién sabe? podría incluso llegar a influir en el avance europeo hacia algo más que una Unión Monetaria, una Unión Económica. Es por ello por lo que resulta de especial interés analizar la tendencia de la labor del Banco Central Europeo y su posible transformación a lo largo de los años.

2. GARANTÍAS INSTITUCIONALES SOBRE LA INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

2.1. El principio de prohibición de la financiación monetaria

A lo largo de la historia de las finanzas públicas y en todas las naciones ha sido frecuente que los Tesoros nacionales, encargados de la gestión financiera de los Estados, recurriesen al banco central del país correspondiente para obtener fondos con los que hacer frente a gastos públicos de la más diversa naturaleza, como los gastos de guerra o de conquista en tiempos pasados. Es obvio, sin embargo, que el recurso exagerado por parte de los gobiernos a la “máquina de imprimir billetes” de su respectivo banco central, provoca la pérdida de valor de la moneda correspondiente generando una mayor *inflación* en el interior del país, y *depreciación* del tipo de cambio frente a otras divisas en el exterior. Pese a ello, muchos gobiernos cedieron a la tentación de obtener fondos de forma rápida y fácil sin tener que recurrir a la impopular recaudación de impuestos.

El recurso a los “préstamos” del banco central por parte del gobierno es especialmente tentador en los casos de crisis económica. El gobierno pediría un préstamo al banco central que se instrumentaría en unos bonos o pagarés de deuda pública que recibiría el banquero, y que se irían amortizando a lo largo del tiempo mediante pagos del gobierno al banco central. Con esos fondos el gobierno financiaría los programas de ayuda a ciudadanos y empresas.

Este mecanismo resulta especialmente problemático en la zona del euro, pues la autoridad monetaria (el BCE) no es una institución nacional, sino que engloba a varios Estados miembros. Por ello, y por las consecuencias negativas en términos de inflación y depreciación antes señaladas, el Derecho Comunitario ha establecido el principio de

prohibición absoluta de financiación monetaria en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. De acuerdo con ese precepto ni el Banco Central Europeo ni los bancos centrales nacionales puede hacer préstamos ni directa ni indirectamente a las instituciones comunitarias ni a los gobiernos de la zona euro. En lo que más afecta a este trabajo la norma prohíbe a los bancos centrales la suscripción de deuda pública²¹ en su emisión (mercado primario), pero no impide que los bancos centrales puedan comprar la deuda pública (mercado secundario) que sea propiedad de terceros que la suscribieron en su emisión o a su vez la adquirieron en el mercado. En la práctica, las compras de bonos se contratan con los grandes tenedores de bonos que son los bancos de inversión estadounidenses, británicos o de la zona del euro.

La delgada línea que separa la “suscripción” de deuda pública en el mercado primario de la “compra” en el mercado secundario es uno de los argumentos que, como se verá posteriormente, utilizaron los demandantes para oponerse a los programas de compras del BCE/Eurosistema por considerarlos contrarios a la prohibición de financiación monetaria.

2.2. La financiación de Banco Central Europeo: la clave de capital

El BCE dispone de un capital²² de aproximadamente 10.800 millones de euros, de los que unos 7.600 millones fueron desembolsados por los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro. Los bancos centrales de los estados miembros de la UE no tuvieron que desembolsar su participación completa puesto que no cedieron sus competencias de política monetaria al BCE. La participación de cada BCN en el capital del BCE se denomina “clave de capital” y se calcula teniendo en cuenta dos factores: el producto interior bruto y la población de cada estado miembro. El cálculo se actualiza cada 5 años para reflejar los cambios en el PIB y la población y también cuando algún estado miembro adopta la moneda común. En la actualidad la clave de capital de los cinco BCNs del Eurosistema con mayor participación es de (aproximadamente) un 26%

²¹ Cuando hablamos de deuda pública nos referimos a bonos emitidos por las instituciones comunitarias, por los gobiernos nacionales de los estados miembros y por los que emiten algunas regiones de la Eurozona.

²² Aunque pueda parecer una paradoja, puesto que estas instituciones “crean” el dinero, los bancos centrales están dotados de un capital cuya finalidad es la de absorber pérdidas, al igual que sucede en las sociedades mercantiles. Como justificación de la necesidad de disponer de ese capital se suelen mencionar razones de independencia y de credibilidad: un banco central que perdiese continuamente dinero en sus operaciones hasta agotar todos sus recursos y tuviese que recurrir continuamente al estado para incrementar su capital, perdería su independencia del poder político y sus acciones de política monetaria no generarían confianza en el mercado.

para el banco central alemán, un 20% el francés, un 17% el italiano, un 12% el español y un 6% el de holandés²³.

Estas cifras no serán especialmente relevantes para la toma de decisiones en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, puesto que se suele seguir un sistema por consenso y no se “ponderan” los votos. No obstante, sí poseerán mayor importancia en la atribución de los riesgos financieros en las operaciones del BCE, la cual se realiza en proporción a la participación de cada uno de los bancos centrales. Este asunto será desarrollado en mayor profundidad a lo largo del trabajo.

²³ BCE, “Suscripción de capital”. *Organización del Banco Central Europeo*. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.es.html>

CAPÍTULO III. ACTUACIÓN DEL BCE ANTE LAS CRISIS DE 2008 Y DE 2010

1. INTRODUCCIÓN

Como se ha indicado en el capítulo anterior, el Banco Central Europeo nació con el claro objetivo de encargarse de consolidar esa Unión Monetaria tan deseada durante muchos años y, por fin, establecida en el Tratado de la UE²⁴.

Para lograr esto se le dotó de una serie de instrumentos cuya eficacia ha sido mayor o menor según las circunstancias que se han ido produciendo con el tiempo, dentro y en el entorno del propio Eurosistema.

En el presente capítulo se expondrán dichos instrumentos, su utilización y validez, así como, su empleo por parte del BCE en las dos primeras crisis importantes que ha sufrido la UE tras la consolidación y ampliación de la eurozona.

2. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Durante sus dos primeras décadas de existencia, la política monetaria del Banco Central Europeo se caracterizó por una menor complejidad y un volumen de operaciones muy inferior a los que se observan en el año 2021, no obstante, el Banco Central Europeo ha dispuesto y todavía dispone en algunos casos de los siguientes instrumentos para actuar en política monetaria dentro de la eurozona²⁵:

1.- Volumen máximo prestablecido y sistema competitivo de adjudicación. Con carácter previo a cada adjudicación de fondos dentro del Eurosistema, el BCE calculaba, con la colaboración de cada uno de los bancos centrales nacionales, las necesidades de financiación del sistema bancario, determinando la cifra exacta que se adjudicaría al conjunto de los bancos establecidos en la zona del euro.

Para repartir la cifra total de fondos entre las entidades de crédito interesadas, se recurría al **mecanismo de subasta competitiva**.

²⁴ Versión Consolidada del Tratado de la Unión Europea, firmado el 7 de febrero de 1992. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 30 de marzo de 2010, núm. 83, pp. 3.

²⁵ Las características y los instrumentos que ha utilizado el Banco Central Europeo para implementar la política monetaria a lo largo del tiempo se contienen en la denominada Documentación General de política monetaria en sus diversas versiones. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/publicaciones-varias/publicaciones-del-bce/la-aplicacion-de-la-politica-monetaria-en-la-zona-del-euro-documentacion-general/>

El funcionamiento de este mecanismo consistía en que cada institución de crédito enviaba una o varias pujas en las que solicitaba una determinada cantidad de fondos y establecía el tipo de interés que estaba dispuesto a pagar por esos fondos. Una vez reunidas todas las pujas, el BCE las ordenaba de mayor a menor tipo de interés y las adjudicaba en orden decreciente hasta completar la cifra total de adjudicación predeterminada. Las entidades beneficiarias recibían un préstamo por el importe de su puja o pujas aceptadas y al tipo de interés que habían ofrecido en la puja. A partir de ese momento, las entidades que no hubiesen resultado adjudicatarias debían obtener los fondos en el mercado interbancario mediante préstamo concedido por las que sí hubiesen tenido éxito en la subasta.

2.- Implementación exclusiva mediante operaciones temporales de financiación.

Desde su origen en 1998 hasta 2017 el BCE vino implementando sus operaciones de política monetaria únicamente a través de préstamos temporales con garantía de valores. En las subastas semanales, por ejemplo, el banco recibía un préstamo de su BCN respectivo (en España, del Banco de España) cuyo importe devolvía siete días después sumando los intereses que correspondan²⁶.

Los préstamos se garantizan a través de una prenda sobre algún activo financiero que la entidad prestataria designa de entre los incluidos en la “lista de colateral” autorizado por el BCE. Esta lista de activos elegibles es amplísima: abarca valores negociables de muchas clases (todo tipo de activos negociables de renta fija como bonos soberanos, bonos bancarios, bonos corporativos, bonos de titulización... pero también activos no negociables, es decir, los propios préstamos concedidos por los bancos a sus clientes).

Para cubrir potenciales descensos del precio estas garantías, los activos que se emplearán tendrán un valor inicial superior al préstamo concedido por el Banco Central Europeo. Este recorte entre el valor del colateral ofrecido y el préstamo recibido será mayor cuanto menor sea la calidad crediticia del emisor. Consecuentemente, los bonos soberanos a corto plazo serán los que soporten un menor recorte, mientras que a los préstamos a largo plazo de empresas de baja calidad crediticia les corresponderá el nivel máximo.

²⁶ Naturalmente en circunstancias normales el tipo de interés será positivo y el banco devolverá al BCN una cifra superior a la que le fue prestada.

En relación a este apartado, si bien es cierto que las operaciones temporales de financiación han seguido constituyendo hasta hoy una herramienta fundamental de política monetaria, también es verdad que han perdido su carácter de exclusividad, puesto que durante las sucesivas crisis el Eurosistema ha incorporado con fuerza a su arsenal los programas de compra de bonos, en los que adquiere valores negociables de renta fija (nunca préstamos bancarios) hasta su vencimiento.

3.- Utilización de contrapartidas exclusivamente bancarias. En sus operaciones temporales de financiación el BCE solo presta a las entidades de crédito, a los bancos. En principio todas las entidades de crédito que operan en la zona del euro pueden concurrir a las operaciones de política monetaria del BCE, tanto si son bancos propiamente europeos como filiales de bancos extranjeros establecidas en la zona. Deben acreditar que son financieramente sólidas, lo que se traduce en que cumplan los requerimientos de capital (solventía) legalmente exigibles.

Sin embargo, la introducción de los programas de compras ha motivado que el Eurosistema realice algunas operaciones directamente con empresas no financieras, lo que sucede cuando suscribe bonos corporativos en el mercado primario de emisión²⁷. En esos casos el BCN respectivo paga directamente a la empresa que emite el bono por lo que la financiación es directa, sin intermediación de un banco.

4.- Exigencia de garantías de alta calidad crediticia. Los Estatutos del BCE habilitan al BCE y a los BCNs a operar en los mercados financieros, pero exigen que todas sus operaciones de crédito se basen en “colateral adecuado”²⁸. Esta exigencia se justifica, naturalmente, en elementales razones de gestión del riesgo financiero, máxime cuando el dinero que prestan los bancos centrales es dinero público.

Las dudas comienzan cuando se trata de establecer qué tipo de garantías se pueden considerar “adecuadas”²⁹. En particular, es discutible cuál es el nivel de rating mínimo

²⁷ Como se ha señalado más arriba, el Eurosistema no puede acudir al mercado primario, o de emisión, cuando se trata de valores públicos, para no violar la prohibición de financiación monetaria. No obstante, este principio no es aplicable a las empresas privadas, cuyos bonos sí pueden ser suscritos directamente por los bancos centrales.

²⁸ Artículo 18.1 del Estatuto del SEBC y del BCE, incorporado como Protocolo anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea firmado el 25 de marzo de 1957. *Compendium del BCE*, 2002.

²⁹ Así, por ejemplo, en el origen del BCE y de la política monetaria común las acciones de ciertas empresas europeas se consideraban colateral adecuado. Sin embargo, con posterioridad se estimó que, dada la gran volatilidad de la Bolsa de valores y la dudosa liquidez de este mercado en caso de turbulencias, era desaconsejable la aceptación de valores de renta variable como colateral en las

que debe aceptarse. En los comienzos de la política monetaria común, el BCE exigía un mayor nivel de calidad crediticia a los activos de garantía pero, a medida que el volumen de las operaciones creció y se hizo necesario garantizar una provisión suficiente de colateral para cubrirlo³⁰, hubo de reducirse el nivel mínimo de exigencia. A día de hoy, aunque se admiten excepciones con carácter temporal, en general el nivel mínimo de rating que requiere el BCE a su colateral es el límite inferior del denominado grado de inversión (BBB-).

5.- Régimen de riesgo compartido con carácter general. Originalmente la política monetaria común de la zona del euro se concibió como un sistema de riesgo compartido. Eso significa que, en caso de producirse pérdidas (por ejemplo si un banco es incapaz de devolver el dinero prestado y el colateral asociado al préstamo no es suficiente para cubrir el importe total, o si el emisor de un bono comprado por el Eurosistema no paga a su vencimiento) el quebranto no sería soportado íntegramente por el BCN de la jurisdicción del banco incumplidor, sino repartido entre todos los BCNs en función de la clave de capital a la que se hace referencia en un epígrafe anterior³¹.

3. EL BANCO CENTRAL EUROPEO ANTE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008

3.1. Causa y efectos de la crisis financiera

La crisis financiera, así denominada por haber afectado especialmente al sistema financiero, comenzó en Estados Unidos en el 2007, aunque ya se dio algún síntoma en el 2006, y consistió fundamentalmente en una crisis de crédito provocada por la pérdida de confianza de los intermediarios financieros entre sí. Este hecho originó la venta masiva y, por tanto, un descenso pronunciado de los precios de los activos financieros, que desembocó en grandes pérdidas en los balances y en última instancia en la quiebra de bancos y otras entidades financieras. El origen está en el “pinchazo” de la burbuja del

operaciones de política monetaria. Actualmente solo los valores de renta fija (bonos) y los préstamos bancarios tienen la condición de colateral “adecuado”.

³⁰ Las diferencias de rating entre unos países y otros en la zona euro son considerables. Así, a efectos ilustrativos, el actual rating soberano (del gobierno) de Alemania es AAA, Francia (AA+), España (A), Italia (BBB+) y Grecia (BB). Por consiguiente, es obvio que si el BCE exigiera un nivel demasiado elevado, los bancos en algunas jurisdicciones no dispondrían de colateral aceptable en su propio país y correrían el riesgo de verse excluidos de la política monetaria. El Eurosistema solo admite las calificaciones emitidas por cuatro agencias: *Standard & Poors*, *Moody's*, *Fitch* y *DBRS*.

³¹ BCE, “Suscripción de capital”. *Organización del Banco Central Europeo*. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.es.html>

mercado inmobiliario estadounidense que llevó a muchos deudores de hipotecas de “alto riesgo” (*subprime*) a no poder devolver sus préstamos, generando pérdidas a muchos bancos y a los tenedores de activos financieros garantizados por esas hipotecas (*asset-backed securities* o bonos de titulización). A partir de ahí los bancos y otras entidades financieras (compañías de seguros, fondos de inversión, ...) perdieron la confianza entre sí y dejaron de prestarse dinero los unos a los otros.

El pánico se extendió a Europa rápidamente debido a que el sistema bancario mundial está altamente interconectado y algunas entidades europeas también tenían en sus carteras este tipo de bonos de titulización que resultaron ser “bonos basura”. Ante la falta de crédito, las entidades debieron vender activos para obtener fondos con los que pagar sus deudas y esas ventas masivas originaron un descenso de valor generalizado en los activos financieros (bonos, acciones, ...) que llevó a la ruina a muchos bancos y empresas. La quiebra en septiembre de 2008 del banco de inversión americano *Lehman Brothers* agravó el pánico e hizo temer por el colapso del sistema bancario mundial.

Aunque llevaban meses intentando deshacerse de dichos activos, resultó imposible. La falta de liquidez se hacía patente en muchos casos, y la necesidad de obtener fondos propios provocó una venta masiva de otro tipo de activos financieros. Estos movimientos en los mercados, generados por la necesidad de liquidez, provocaron la subida de tipos de interés en el interbancario y la bajada de precios de los mercados de negociación de activos tanto de renta fija como de variable. Los problemas de liquidez para algunas entidades financieras resultaron evidentes y la pérdida de confianza en ellas también. El efecto de pánico creado llevó al cierre, absorción o fusión de muchas pequeñas entidades de crédito y de empresas que dependían de ellas.

El efecto sobre el sistema financiero era grave, pero indirectamente estaba afectando a la economía real ya que una parte importante del tejido productivo de la Unión Europea, en general, y de la eurozona en particular, está compuesto de PYMES que dependen en gran medida del crédito concedido por las entidades financieras.

Se hacía necesaria una intervención por parte de las autoridades tanto del lado real como del monetario y ahí es donde entra el Banco Central Europeo.

3.2. La respuesta del Banco Central Europeo

La crisis pilló al BCE a contrapié, pues acababa precisamente de elevar el tipo de interés de las operaciones de financiación a los bancos ante el temor a que el incremento de los precios de la energía provocase un crecimiento de la inflación³².

La reacción de la autoridad monetaria ante la crisis que se había generado se concretó, desde finales de 2008 y principios de 2009, en las siguientes actuaciones, todas ellas englobadas en lo que se denominó **Refuerzo del Apoyo Crediticio** (*Enhanced Credit Support*) al Sistema Bancario³³:

- Adopción de un sistema de tipo fijo de interés y plena adjudicación en las subastas de liquidez. Es decir, el BCE dejó de adjudicar los fondos por el mecanismo de subasta competitiva que tradicionalmente se utilizaba y pasó a asignarlos a un tipo de interés fijo y predeterminado igual para todas. Además, eliminó la restricción respecto a la cantidad de fondos que adjudicaba a los bancos, desde ese momento cada banco recibiría todo el dinero que solicitase, siempre que dispusiese de suficientes activos de garantía para asegurar la devolución. Este sistema de adjudicación de los fondos a los bancos sin subasta y a tipo fijo se mantiene hasta hoy.
- Reducción del tipo de interés de los préstamos en octubre de 2008 hasta el 3,75 %, seguida de varios descensos que acabaron por situarlo, en mayo de 2009, en el 1 %.
- Incremento en la duración de los préstamos a los bancos mediante la organización de nuevas subastas a largo plazo (*Long Term Refinancing Operations*, LTROs) a 3, 6 y hasta 12 meses de duración.
- Rebaja el nivel mínimo de calidad crediticia (*rating*) que se exige al colateral que los bancos entregan en garantía de sus operaciones para aumentar la cantidad disponible.
- Inicio de un **Programa de Compras de Bonos Garantizados** (*covered bonds*, en España denominados cédulas hipotecarias) emitidos por los bancos con garantía de las hipotecas que tienen concedidas a sus clientes.

³² BCE, "Monetary Policy decisions". *Nota de prensa* de 3 de julio de 2008. Recuperado el 14 de junio de 2021: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080703.en.html>

³³ GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. "The European Central Bank and the policy of enhanced credit support". *Conferencia de la Cámara de Comercio de Málaga*, 18 de junio de 2010.

En definitiva, al tratarse de una crisis originada y localizada en el sistema financiero, caracterizada por el desplome del mercado de crédito interbancario, el BCE concentró sus medidas en reforzar la liquidez concedida a los bancos para que estos pudiesen sobrevivir hasta que la confianza de unos en la solvencia de los otros se restableciese y volviesen a prestarse entre sí. Además, la crisis había sacudido gravemente la confianza de los particulares en la solvencia de las entidades de crédito, lo que dificultaba la captación de nuevos depósitos bancarios.

También los gobiernos nacionales adoptaron medidas en apoyo del sistema bancario y de la economía en general. En relación con los bancos, que aquí nos interesan más, cabe destacar los Programas de Avales concedidos por algunos Estados europeos que facilitaban la emisión de bonos por parte de los bancos con la garantía del respectivo estado (por ejemplo, el gobierno español avaló numerosas emisiones de entidades como Bankia o Caixabank³⁴) de modo que los compradores de los bonos tuvieran la seguridad de que cobrarían al vencimiento del Estado si la entidad bancaria emisora era incapaz de pagar.

Como en algunos casos los problemas de liquidez de los bancos se agravaron y dieron lugar a riesgos de solvencia, muchos gobiernos realizaron inyecciones de capital público que llegaron a suponer la nacionalización de algunas entidades, por ejemplo, el Estado español se convirtió en el dueño de Bankia. Otro tipo de actuación fue la creación de la de instituciones bancarias específicas, los llamados “bancos malos”, que adquirieron los créditos impagados y activos deteriorados de los bancos que tenían problemas para que estos pudiesen limpiar sus balances, en el caso español, se creó SAREB con dotación de dinero público y privado, (procedente de bancos “sanos” como el Santander)³⁵.

4. CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA DE 2010

4.1. Causas y efectos de la crisis de deuda soberana

Cuando a finales de 2009 y principios de 2010 se apreciaba el comienzo de una leve recuperación de algunas economías, en la zona del euro la crisis financiera se transformó en una crisis de deuda soberana provocada por los desequilibrios fiscales de

³⁴ BANCO DE ESPAÑA “Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014”. *Banco de España*, mayo de 2017, pp. 71

³⁵ Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos. *Boletín Oficial del Estado*, 16 de noviembre de 2012, pp. 1-24.

algunos Estados europeos. Los enormes volúmenes de deuda pública acumulados en Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia, junto a la debilidad de sus respectivos sistemas financieros, muy afectados por la crisis financiera, provocaron un incremento imparable de sus primas de riesgo³⁶ que llegó a poner en peligro la estabilidad del euro y a la eurozona.

El sector bancario de la zona del euro volvió a sufrir esta crisis ya que algunas instituciones habían recurrido a la compra de deuda pública para disponer de unos activos teóricamente más solventes que, en esos momentos, perdían valor rápidamente complicando una posición financiera ya muy dañada por la crisis precedente, de hecho, en algunos países, por ejemplo, en España, fue necesario intervenir con fondos europeos para rescatar a algunas de estas instituciones financieras.

4.2. Respuesta del Banco Central Europeo

Si la crisis financiera había amenazado el sistema bancario y la estabilidad de la economía europea, la amenaza de la crisis de deuda soberana representaba un reto aún mayor ya afectó a la propia existencia del proyecto monetario europeo y la supervivencia del euro como moneda común. La indudable prosperidad que el euro había traído, por no mencionar la propia existencia del mismo Banco Central Europeo, justificada en la gestión de la política monetaria de la moneda común, estaban en juego.

En ese contexto, el BCE anunció en mayo de 2010 el inicio del Programa del Mercado de Valores (*Securities Market Programme, SMP*) que consistía en un programa de compra de deuda pública de los Estados más afectados por la crisis que, según publicó el Banco Central Europeo³⁷ alcanzó un volumen de superior a 200 mm. de euros a finales de 2012³⁸.

Este programa fue dirigido a restaurar la liquidez de los mercados de valores soberanos, no a proveer de financiación al sistema bancario, ya que la liquidez que se daba, se drenaba con una medida complementaria. Mientras que, por un lado, se realizaban compras de valores soberanos por parte del BCE a las entidades crediticias

³⁶ Diferencia de precio al que cotizaban sus títulos de deuda pública en comparación al bono del Gobierno alemán.

³⁷ BCE, “Details on securities holdings acquired under the SMP”. *Nota de prensa* de 21 de febrero de 2013. Recuperado el 14 de junio 2021:

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html

que los poseían (habitualmente grandes bancos); por otro, la autoridad monetaria europea para lograr la “esterilización” de la liquidez, ofrecía al sistema bancario la compra de unos activos denominados *certificados*, emitidos por el propio Banco Central Europeo, con una determinada rentabilidad y cuyo vencimiento estaba ligado a los bonos soberanos adquiridos en el Programa del Mercado de Valores.

En esta primera fase de la crisis de deuda soberana se produjo el rescate de Grecia, Irlanda y Portugal. Los siguientes Estados que figuraban en la lista eran Italia y España, pero se temía que no hubiese dinero suficiente.

A mediados de 2011 la crisis parecía amainar, hasta el punto de que el Banco Central Europeo decidió incluso elevar el tipo de interés de política monetaria desde el 1% hasta el 1,5%, y no renovar el programa de compra SMP³⁹. Sin embargo, en 2012 se sintió un nuevo recrudecimiento de las crisis, tanto la financiera como la soberana en el Unión Europea, que se agravaban recíprocamente. Mientras la débil situación de los bancos amenazaba con empeorar el estado de sus respectivos gobiernos nacionales, que se podrían ver obligados a rescatar su sistema bancario, el riesgo real de que algún gobierno nacional pudiera impagar la deuda soberana, era la pesadilla de los bancos que tenían sus balances repletos de deuda pública de su gobierno.

Se trataba pues de un círculo vicioso de deuda bancaria y soberana que se retroalimentaban recíprocamente y amenazaban con arruinar la economía europea y acabar con la propia Unión Europea. En este contexto angustioso se entiende el conocido mensaje de Mario Draghi de julio de 2012 cuando el entonces presidente del BCE afirmó que *“dentro de su mandato, el BCE está listo para hacer lo que sea necesario para preservar el euro. Y créanme, será suficiente”*⁴⁰. Desde entonces la Institución monetaria europea reactivó algunas de sus medidas ya conocidas y comenzó a aplicar otras nuevas⁴¹:

- Inició un nuevo proceso de rebaja de los tipos de interés y amplió el plazo de sus subastas de liquidez a los bancos.

⁴⁰ PÉREZ, C., “El BCE hará lo necesario para sostener el euro”. *El País*. Bruselas, 26 de julio de 2012.

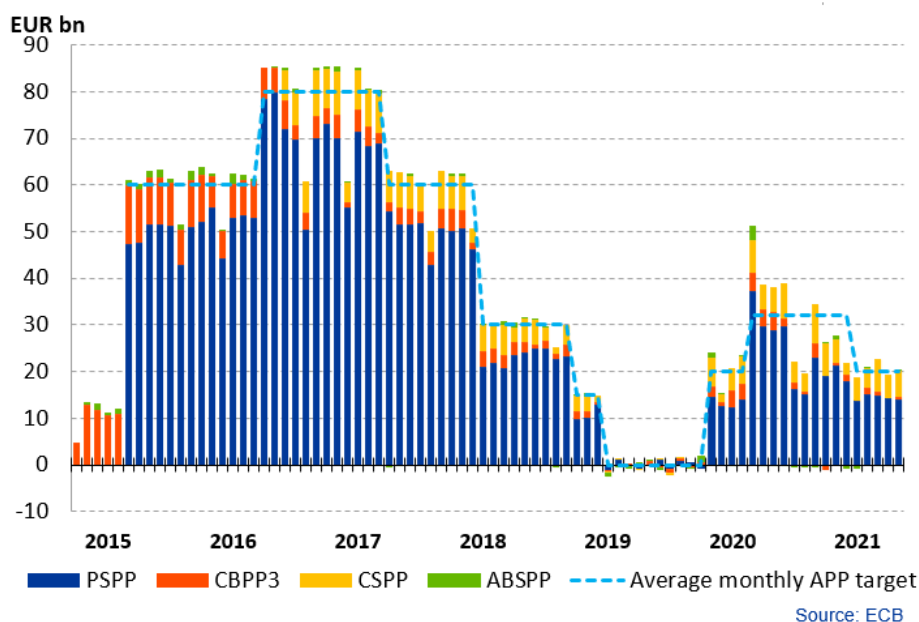
⁴¹ GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. “The European Central Bank and the policy of enhanced credit support”. Conferencia de la Cámara de Comercio de Málaga, 18 de junio de 2010. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html

- Retomó la compra de bonos bancarios garantizados (CBPP2) y reactivó el programa de adquisición de bonos soberanos (Programa del Mercado de Valores, SMP).
- Rebajó el requerimiento de reservas que los bancos están obligados a tener depositados en el Eurosistema del 2% al 1%, aumentando así la liquidez que los bancos tienen a su disposición.
- Anunció un **Nuevo Programa de Compra de Bonos Públicos** denominado OMT, que dio lugar a un largo procedimiento judicial, al que más tarde se hace extensa referencia, en el que se cuestionó la competencia del BCE para llevar a cabo una operación de esa naturaleza.
- Introdujo una herramienta denominada **Orientación Futura** (*Forward Guidance*) que consiste en adelantar sus intenciones futuras de actuación con el fin de guiar las expectativas del mercado e influir en su actuación.

A mediados de 2014 el Eurosistema puso en marcha su más extenso **Programa de compra de valores** hasta la fecha (*Asset Purchase Programme*, APP), inicialmente las compras se centrarían en bonos de titulización y bonos garantizados bancarios⁴². Este programa amplió el volumen de las compras a realizar, la variedad de los activos comprados y la duración, puesto que todavía hoy se encuentra activo.

⁴² BCE, “ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes”. *Nota de prensa* del 2 de octubre de 2014. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.fi.html

Gráfico 2: Compras del APP en media mensual por subprograma⁴³



El BCE justificó la decisión de crear el APP en la necesidad reducir las rentabilidades de los bonos emitidos por algunos gobiernos de la zona euro y evitar inestabilidad en el sistema. Uno de los efectos más notorios de la crisis de la deuda soberana consistió en el crecimiento desmesurado de la prima de riesgo en los llamados países periféricos de la UE (Italia, España, Grecia, Portugal, Irlanda), lo que tenía como consecuencia un encarecimiento de las emisiones de deuda pública en estos países. La pérdida de confianza en estos activos forzaba a los Gobiernos (nacionales o territoriales) a tener que elevar la rentabilidad ofrecida para poder colocarlos en los mercados, pero ni de ese modo era fácil encontrar financiación en para poder cubrir los déficits públicos que tenían.

La necesidad de recursos y la dificultad de obtenerlos provocaba una espiral en la que el aumento del coste financiero de la deuda de las Administraciones Públicas (centrales o regionales) era constante, generando un mayor déficit público y acentuando la desconfianza en esas autoridades y en sus posibilidades de pagar sus deudas. Era necesario romper este círculo de desconfianza y el Banco Central Europeo con este programa actúa con intención disminuir la prima de riesgo, para reducir el coste financiero de la deuda pública, dar un respiro para moderar el déficit público y, de esta forma, permitir a los Gobiernos disponer de más recursos para influir en el lado real de

⁴³ Fuente: Banco Central Europeo. Recuperado el 14 de marzo de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

la economía. Además, la disminución del coste de la deuda soberana permitía abaratar el tipo de interés del resto de las emisiones de renta fija lo que facilitaba la financiación del sector privado en la economía, hecho fundamental para superar situaciones de crisis como la que todavía se vivía en ese momento.

En ejecución del Programa de compra de valores (APP), el Eurosistema ha venido comprando en el mercado grandes cantidades mensuales de bonos emitidos por gobiernos centrales y regionales de los estados miembros, instituciones supranacionales de la UE, bancos y empresas del área del euro. Inicialmente las compras fueron de 60 mm mensuales, posteriormente se incrementaron hasta 80 mm/mes y luego fueron descendiendo hasta que la crisis pandémica reactivó de nuevo el APP⁴⁴.

4.3. Las Operaciones Monetarias a Vencimiento. La primera polémica legal.

La política monetaria del Eurosistema se ha implementado tradicionalmente mediante operaciones de financiación temporales, es decir préstamos de duración definida otorgados a los bancos y garantizados por estos mediante la cesión temporal de activos de garantía (colateral), que se van renovando periódicamente.

Sin embargo, como ya se ha comentado, en el año 2012, el BCE anunció la posibilidad de realizar un programa de compras de bonos emitidos por los gobiernos de la zona del euro que tenía como finalidad reducir la fragmentación existente entre las condiciones de financiación de los diferentes estados miembros, algunos de los cuáles se veían obligados a pagar elevadas primas de riesgo en comparación al tipo de interés del bono del gobierno alemán. El Banco Central Europeo tenía claro que las diferentes condiciones de crédito entre los distintos Estados fomentadas, entre otras cuestiones por movimientos especulativos, estaba dificultando la aplicación de la política monetario y ponía en riesgo la estabilidad de la moneda común

El anunciado programa de compras de bonos se denominó **Operaciones Monetarias a Vencimiento** (*Outright Monetary Transactions*, OMT) pero nunca llegó a ejecutarse⁴⁵, aunque sí lo hicieron otros programas de compras, como el Programa de compra de valores (APP) y el Programa de compras de emergencia pandémica (PEPP), que se tratarán posteriormente.

⁴⁴ BCE, “Asset Purchase Programmes”. *Instrumentos de la Política Monetaria del BCE*. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016es.pdf>

⁴⁵ EICHENGREEN, B., *La búsqueda de Europa: visiones en contraste*. Editorial BBVA, 2006. Referencias extraídas del capítulo “El Banco Central Europeo, del problema a la solución”.

En cuanto se anunció el Programa, diversos colectivos de inversores y académicos alemanes plantearon ante el Tribunal Constitucional de aquel país recursos de ilegalidad basados en dos tipos de argumentos⁴⁶:

1. que el programa Operaciones Monetarias a Vencimiento excede de la competencia del Banco Central Europeo sobre la política monetaria y,
2. además incumple la prohibición de financiación monetaria que establece que los bancos centrales no pueden financiar directamente a los gobiernos nacionales.

El Tribunal Constitucional alemán, el 14 de enero de 2014, elevó los recursos al Tribunal de Justicia de la UE, el cual decidió finalmente a favor de los argumentos esgrimidos por el Banco Central Europeo en el sentido de que el programa de compras constituía una herramienta legítima para la ejecución de la política monetaria en la medida en que favorecía la transmisión uniforme de las condiciones de crédito en toda la zona del euro. Del mismo modo, el Tribunal europeo considera que la compra de bonos de los gobiernos europeos en el mercado secundario (no en el mercado primario, porque la suscripción inicial de un bono es equivalente a conceder un préstamo a su emisor) no vulnera la prohibición de la financiación monetaria bajo ciertas condiciones. El Tribunal concluyó que no se trataba de una medida de política económica que hubiera correspondido adoptar a otras autoridades políticas (que excedieran del mandato conferido por el TUE al BCE) sino propiamente de una actuación de política monetaria en la que el Banco Central Europeo tenía plena competencia.

⁴⁶ Es importante diferenciar los argumentos jurídicos esgrimidos por los demandantes para fundamentar sus peticiones, de las motivaciones que justifican su interés en oponerse a los programas de compras del BCE. La motivación es la situación de tipos de interés extraordinariamente bajos que provocan los programas masivos de compras de activos de renta fija. Las compras masivas de bonos producen un incremento de los precios que conduce a un descenso de las rentabilidades. Cuando un inversor adquiere un bono a un precio muy alto, y dado que se trata de un producto de renta fija y, por tanto, la amortización se produce por un importe predeterminado, el inversor obtiene una escasa rentabilidad. De ese modo, los trabajadores y pensionistas alemanes se ven obligados a pagar precios muy altos por los bonos en los que invierten sus ahorros (por ejemplo, deuda pública del gobierno alemán), lo que les lleva incluso a obtener rentabilidades negativas. Por ello, a menudo se ven obligados a buscar inversiones alternativas como las acciones asumiendo mayores riesgos que van en contra de su filosofía de inversión. (SANTIDRIAN, J., “¿El Tribunal Constitucional alemán contra Europa?” *Vozpópuli*. Madrid, 9 de mayo de 2020).

CAPÍTULO IV. LA REACCIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO ANTE LA CRISIS ECONÓMICA PROVOCADA POR EL COVID-19

1. CRISIS SANITARIA GLOBAL Y SUS CONSECUENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES EN LA UNIÓN EUROPEA

Todas las crisis son, en cierto modo, inesperadas. Aunque siempre existen indicios de que pueden producirse, pocas veces se puede adivinar cuándo sucederán y cuáles serán sus manifestaciones. Siempre termina afirmándose, *esta vez es diferente*.

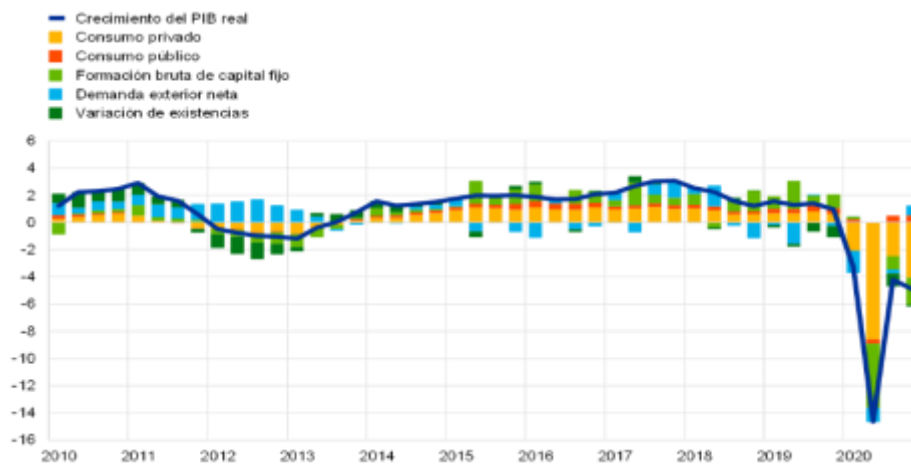
Pues bien, la crisis sanitaria del Covid-19 ha batido el récord de imprevisibilidad y novedad. La veloz propagación del coronavirus SARS-CoV-2 tras su primera detección en la ciudad china de Wuhan en diciembre de 2019, y las consiguientes medidas de confinamiento y cierre económico decretadas por las autoridades de todo el mundo, han frenado en seco la actividad empresarial, las cadenas de producción, el transporte de productos no esenciales, el turismo, el comercio... toda la actividad económica, como nunca había sucedido. Todo ello originó una caída brusca del producto interior bruto del área del euro durante la primera mitad del año 2020, seguida de una leve recuperación en el segundo semestre, de modo que el año concluyó con un descenso conjunto del 6,6%, aunque muy irregularmente distribuido entre los países miembros⁴⁷. El PIB de la zona euro cayó un 11,6% en el segundo trimestre del 2020, creció un 12,5% en el tercero y volvió a contraerse un 0,7% en el cuarto.⁴⁸

⁴⁷ Fuente: Informe Anual del BCE para 2020 (realizado en 2021 a raíz de los datos de Eurostat). Recuperado el 14 de junio de 2021 de:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.es.html>

⁴⁸ Datos recogidos en el Informe anual del BCE para 2020, a la vista de los publicados por Eurostat en la sección 1.2 de su informe de 9 de marzo de 2021.

Gráfico 3: Evolución del PIB de la zona del euro (2010-2020)⁴⁹



CUADRO 1. Tasa de evolución del PIB real de la Unión Europea

TIME	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
GEO (Labels)									
European Union - 27 countries (from 2020)	0,0	1,6	2,3	2,0	2,8	2,1	1,6	-6,1	
European Union - 28 countries (2013-2020)	0,3	1,8	2,3	2,0	2,6	2,0	1,6	:	
-2001, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2009, EA17-2	-0,3	1,4	2,0	1,9	2,6	1,9	1,3	-6,5	
Euro area - 19 countries (from 2015)	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,6	1,9	1,3	-6,5	
Belgium	0,5	1,6	2,0	1,3	1,6	1,8	1,8	-6,3 p	
Bulgaria	0,3	1,9	4,0	3,8	3,5	3,1	3,7	-4,2	
Czechia	0,0	2,3	5,4	2,5	5,2	3,2	2,3	-5,6	
Denmark	0,9	1,6	2,3	3,2	2,8	2,2	2,8	-2,7	
Germany (until 1990 former territory of the FRG)	0,4	2,2	1,5	2,2	2,6	1,3	0,6	-4,8 p	
Estonia	1,3	3,0	1,8	3,2	5,5	4,4	5,0	-2,9	
Ireland	1,2	8,6	25,2	2,0	9,1	8,5	5,6	3,4	
Greece	-2,7	0,7	-0,4	-0,5	1,3	1,6	p	1,9 p	-8,2 p
Spain	-1,4	1,4	3,8	3,0	3,0	2,4	p	2,0 p	-10,8 p
France	0,6	1,0	1,1	1,1	2,3	1,9	1,8	p	-7,9 p
Croatia	-0,4	-0,3	2,4	3,5	3,4	2,8	2,9	p	-8,0 p
Italy	-1,8	0,0	0,8	1,3	1,7	0,9	0,3	p	-8,9 p
Cyprus	-6,6	-1,8	3,2	6,4	5,2	5,2	3,1	p	-5,1 p
Latvia	2,3	1,1	4,0	2,4	3,3	4,0	2,0		-3,6
Lithuania	3,6	3,5	2,0	2,5	4,3	3,9	4,3		-0,9
Luxembourg	3,7	4,3	4,3	4,6	1,8	3,1	2,3		-1,3
Hungary	1,9	4,2	3,8	2,1	4,3	5,4	4,6	p	-5,0 p
Malta	5,5	7,6	9,6	3,8	8,6	5,2	5,5		-7,8
Netherlands	-0,1	1,4	2,0	2,2	2,9	2,4	1,7	p	-3,7 p
Austria	0,0	0,7	1,0	2,0	2,4	2,6	1,4		-6,3
Poland	1,1	3,4	4,2	3,1	4,8	5,4	4,7		-2,7 p
Portugal	-0,9	0,8	1,8	2,0	3,5	2,8	2,5	p	-7,6 e
Romania	3,8	3,6	3,0	4,7	7,3	4,5	4,1	p	-3,9 p
Slovenia	-1,0	2,8	2,2	3,2	4,8	4,4	3,2		-5,5
Slovakia	0,7	2,6	4,8	2,1	3,0	3,7	2,5		-4,8
Finland	-0,9	-0,4	0,5	2,8	3,2	1,3	1,3		-2,8
Sweden	1,2	2,7	4,5	2,1	2,6	2,0	2,0		-2,8

Fuente: Eurostat, 2021.

⁴⁹ La información recogida en este gráfico es de especial interés ya que permite comprobar como la caída del Producto Interior Bruto Medio de la zona euro tras la crisis del Covid-19 no tiene precedentes. Ni siquiera tras las dos grandes crisis de la primera década del siglo XIX se produjo una desestabilización tan de la producción interna de los Estado miembros adheridos al euro. Además del gráfico, se incluye un cuadro comparativo que permite contrastar la evolución del PIB real de los Estados miembros de la UE (incluyéndose una partida correspondiente a los datos medios del Eurosistema) de una forma más cómoda y visual.

La crisis económica generada por las medidas decretadas para proteger a la población de la crisis sanitaria no ha afectado de forma especialmente grave al sistema bancario. En esta ocasión, a diferencia de lo ocurrido durante la crisis financiera o de deuda soberana, la banca está mejor preparada para resistir nuevas crisis. Las dos crisis anteriores pusieron de manifiesto la necesidad de establecer una mayor coordinación en política financiera dentro de la propia Unión y con la creación de las correspondientes autoridades supervisoras europeas, la exigencia de un mayor control en activos líquidos y de mejor control de riesgos la mayor parte de las instituciones financieras europeas están ahora más preparados para afrontar situaciones de crisis y para absorber los impagos que la posible quiebra de empresas y particulares, generados por la crisis, provocará en sus balances.

2. MEDIDAS APLICADAS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO ANTE ESTA CRISIS

La reacción del Banco Central Europeo a la crisis del Covid-19 se ha caracterizado por tres elementos principales. En primer lugar, la respuesta ha sido más rápida y contundente que en ocasiones anteriores, quizá como consecuencia de las lecciones aprendidas en las crisis precedentes. En segundo lugar, el BCE ha estado esta vez más acompañado por la respuesta fiscal de las autoridades políticas nacionales y comunitarias en la Unión Europea. La tercera característica de las medidas decididas por el Eurosistema como respuesta a la crisis sanitaria y económica del Covid-19 es la que más interesa a efectos de este trabajo. Como se ha señalado en el apartado anterior, esta crisis no tiene (todavía) naturaleza bancaria, ni afecta (todavía) a las finanzas públicas, sino que sus efectos iniciales se han concentrado en la economía real: las empresas. Los empresarios (sociedades y autónomos) son los más perjudicados porque por culpa de las medidas de confinamiento y cierre adoptadas por todos los gobiernos para detener la expansión del coronavirus, se han visto obligados a detener su actividad y perder sus ingresos sin poder dejar de atender muchos de sus gastos.

De ahí que en la reacción del Banco Central Europeo se observe un cierto giro para concentrarse esta vez en la economía real más que en la economía financiera, como fue habitual en crisis anteriores. No es que el banco central haya utilizado en esta crisis instrumentos completamente nuevos o haya modificado radicalmente los que venía

utilizando con anterioridad, lo que ha hecho es dirigir sus herramientas directamente hacia el sector más perjudicado por la pandemia y por las medidas de restricción de la actividad económica.

Respecto al **área financiera**, el Banco Central Europeo sólo tiene la función de supervisión dentro de todo el Mecanismo que se fue estableciendo a partir del 2011. Ante la crisis iniciada en el 2020 su actuación ha ido dirigida a adaptar las obligaciones de las instituciones financieras, especialmente bancarias, al nuevo entorno generado. En este sentido se pueden destacar dos actuaciones⁵⁰:

- a. La autorización para el incumplimiento temporal del coeficiente obligatorio de liquidez, realizada el 12 de marzo de 2020 el BCE. Este coeficiente obliga a los bancos a disponer de activos líquidos de alta calidad en su balance que los permitan atender los pagos que se produjesen en un escenario de estrés de 30 días.
- b. Recomendación a los bancos de eliminar el pago de dividendos a sus accionistas para que de esa forma todos los beneficios obtenidos se destinen a reforzar el capital de las entidades.

Como era de esperar las **actuaciones** más importantes se han establecido en el ámbito de la **política monetaria**

Ante la situación creada por la pandemia, ya en su reunión de marzo de 2020, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que era necesario adoptar un amplio paquete de medidas monetarias. El objetivo de las mismas era, en palabras de la propia institución:

- (i) *“mitigar la amenaza de que se produjeran restricciones de liquidez y de crédito manteniendo unas condiciones holgadas de liquidez en el sistema bancario y facilitando el flujo de crédito a la economía real”* y
- (ii) *“preservar el tono acomodaticio de la política monetaria evitando un endurecimiento de las condiciones de financiación en la economía”*⁵¹.

⁵⁰ BCE, “La supervisión bancaria del BCE relaja temporalmente los requerimientos de capital operativos en respuesta al coronavirus”. *Nota de prensa* de 12 de marzo de 2020. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/DecisionesPoliticaMonetaria/20/presbce2020_45.pdf

⁵¹ BCE, “Informe Anual del BCE para 2020”, epígrafe 2.1. *Página Web del BCE*. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.es.html#toc12>

En esta ocasión el Banco Central Europeo manifiesta claramente su intención de utilizar la política monetaria para incentivar la recuperación de la economía real, lo que es una actuación excepcional en su trayectoria como autoridad monetaria y supervisor financiero. Para lograr su objetivo va a utilizar, desde el ámbito monetario, tres instrumentos fundamentales⁵²:

1. El aumento de las **Operaciones de Financiación a Largo Plazo de Objetivo específico** (*Targeted Long-Term Refinancing Operations*, TLTROs).
2. La **ampliación del colateral de garantía** en sus préstamos a los bancos.
3. La ampliación de sus compras de bonos con la creación del **Programa de Compra de Emergencia Pandémica** (PEPP). Al constituir un instrumento de singular importancia para el presente estudio, al análisis detallado del PEPP se dedicará el capítulo siguiente (capítulo V).

2.1. Operaciones de Financiación a Largo Plazo de Objetivo Específico (TLTROs)

Se puede destacar que constituyen la principal herramienta del Eurosistema para instrumentar la política monetaria mediante la concesión de crédito a los bancos durante la pandemia⁵³. Se caracterizan porque las entidades de crédito pueden obtener del BCE financiación a tipos muy favorables, de hasta el -1% anual, siempre que durante la vida de la operación dicha entidad incremente el importe total de los préstamos concedidos a empresas y particulares. Si bien estas operaciones ya existían antes del inicio de la crisis del Covid-19, comenzaron en septiembre de 2014 con la primera TLTRO-I, se han visto muy impulsadas durante la pandemia hasta el punto de rebajarse el tipo de interés hasta

⁵² En el Anexo I se adjunta una tabla con todas las medidas adoptadas por el BCE para hacer frente a la crisis del Covid-19. (BCE, “Decisiones de política monetaria”. *Nota de prensa* de 30 de abril de 2020. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200430~1eaa128265.es.html>).

⁵³ La TLTRO vinculada a la crisis del Covid-19 se denomina TLTRO-III por ser la tercera de la serie. A su vez se divide en diez rondas de financiación en las que el BCE ha adjudicado un total de más de dos billones de euros de liquidez. A fin de señalar la magnitud de los volúmenes adjudicados en estas subastas, cabe indicar que, por ejemplo, en la séptima subasta llevada a cabo el 18 de marzo de 2021, la autoridad monetaria anunció que había adjudicado 330 mil millones de euros de liquidez a las 425 entidades que participaron. Esta séptima adjudicación ha sido hasta ahora la mayor del programa, solo por detrás de los 1,3 billones que la banca recibió en junio de 2020 (cuarta subasta). (BCE, “Indicative calendar for the third series of targeted longer-term refinancing operations”. *Página web del BCE*, 2021. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/pdf/TLTRO3-calendar-2021.en.pdf>).

un punto porcentual negativo y elevando, además, el importe máximo que cada banco puede obtener.

Evidentemente las TLTROs ayudan a los bancos, al permitirles obtener beneficios durante un periodo de tipos de interés muy bajos en los que los bancos tienen difícil ganar dinero con sus clientes, pero sobre todo, favorecen la concesión de crédito de los bancos a la economía real porque cuantos más créditos nuevos concedan, menos le costará a cada banco el dinero que pueden obtener del BCE.

Prueba del éxito de estas operaciones es que la TLTRO adjudicada en junio de 2020 alcanzó los 1,3 billones de euros adjudicados a los bancos del área del euro, la suma máxima de cualquier operación de financiación realizada por el BCE en su historia. Además, en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de la zona del euro de abril de 2020⁵⁴, en la que un 74 % de los bancos consultados indicaron que esperaban utilizar la liquidez proporcionada por las TLTRO para conceder préstamos a hogares y empresas durante los seis meses siguientes.

2.2. Ampliación de los activos financieros admitidos como garantía

Para el acceso a los préstamos que da el Banco Central Europeo a las instituciones crediticias significó un aumento de las posibilidades que tenían las entidades para acceder a fondos siempre que tuvieran suficientes activos financieros suficientemente solventes para la devolución del préstamo

Desde siempre el BCE ha aceptado como colateral de sus préstamos los préstamos que, a su vez, los bancos conceden a las empresas, siempre que la empresa deudora del banco posea un rating suficiente (BBB- en la actualidad, aunque a veces se admiten hasta de nivel BB).

Que el Banco Central Europeo anunciara, en abril de 2020⁵⁵, que se aceptaban como activos de garantía para acceder a los créditos que él concedía, aquellos préstamos que hubieran concedido las instituciones crediticias a empresas y que tuvieran la garantía de devolución de los gobiernos de la zona del euro, incentivaba enormemente la concesión

⁵⁴ BCE, “Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2020”. *Nota de prensa* de 28 de abril de 2020.

⁵⁵ BCE, “Decisiones de política monetaria”. *Nota de prensa* de 30 de abril de 2020. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200430~1eaa128265.es.html>

de créditos por parte de los bancos hacia el lado real de la economía ya que éstos podrán obtener del BCE una parte de los fondos que han prestado a sus clientes.

Esta actuación era lógica teniendo en cuenta que en respuesta a la crisis pandémica, prácticamente todos los gobiernos de los Estados miembros de la UE han adoptado una medida que pretende ser fundamental para la supervivencia de las empresas: aprobar programas de avales públicos a los préstamos que los bancos concedan a las empresas, especialmente a pymes, y a los autónomos para que puedan superar la situación de crisis a los que les ha llevado las medidas que se han tenido que tomar antes la situación sanitaria existente. Por ejemplo, en España se estableció un programa por valor de hasta 100.000 millones de euros por el cual el Estado, a través del Instituto de Crédito Oficial, garantiza hasta el 80% del importe de los préstamos que concedan los bancos a empresas (sobre todo pequeñas) y autónomos⁵⁶.

Si el BCE no hubiera cambiado su criterio, los créditos concedidos a las pymes y autónomos, los más afectados en esta crisis, nunca hubieran sido considerados como activos de garantía ya que no cumplen ninguna de las condiciones para estar en un rating. Gracias al ajuste realizado por el Banco Central Europeo, las instituciones de crédito han incentivado los créditos a las empresas, eso sí con el aval de las autoridades, y se ha hecho posible que la economía no tenga una recesión mayor.

2.3. Colaboración del BCE en el Plan de Recuperación de la Unión Europea

Además de estas tres medidas principales, es interesante destacar **el papel que tiene el Banco Central Europeo** en que realmente funcione el **Plan de Recuperación de la Unión Europea** aprobado por los Jefes de Estado de los países miembros el 21 de julio d 2020. Este acuerdo histórico establece un paquete de ayudas por un valor de 1,8 billones de euros destinados a *ayudar a reconstruir la Europa posterior a la Covid-19, que será más ecológica, digital y resiliente*⁵⁷. El plan de ayuda está integrado fundamentalmente por⁵⁸:

- El Presupuesto a largo plazo de la UE

⁵⁶ Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del Covid-19, número 73, pp. 25.853-25.898.

⁵⁷ DONCEL, L., “Lagarde urge a la UE a actuar para evitar una crisis como la de 2008”. *Diario El País*, Madrid, 2020

⁵⁸ En el Anexo II se adjunta un listado con todas las medidas promulgadas por la Unión Europea para hacer frente a la crisis del Covid-19. (COMISIÓN EUROPEA, “Plan de recuperación para Europa”. *Página web de la Comisión*. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_es).

- El *NextGenerationEU*, un instrumento temporal de recuperación dotado con 750 mil millones de euros, dirigido a contribuir a reparar los daños económicos y sociales inmediatos causados por la pandemia.
- El mecanismo SURE (*temporary Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency*) o Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia, que pretende hacer frente a los aumentos repentinos del gasto público (en España el gasto generado por los denominados ERTE) a fin de preservar el empleo.

El plan de recuperación comunitario se financiará a través de los recursos habituales del presupuesto de la Unión Europea, es decir, las contribuciones de los Estados miembros, si bien es obvio que hasta que tales contribuciones vayan haciéndose efectivas en los años venideros, será necesario que la UE se endeude para ir atendiendo los pagos.

Y es en relación con ese endeudamiento, ya se haga a través de préstamos o mediante la emisión de bonos, donde el Banco Central Europeo entrará en juego, puesto que ambos productos serían elegibles como activo de garantía (colateral) en las operaciones de financiación del Eurosistema, y los bonos además se incluirían en el programa de compras del BCE. La elegibilidad de un préstamo o de un bono para su uso como colateral de política monetaria constituye un incentivo muy potente para su concesión por las entidades de crédito, pues supone que el préstamo o el bono podrán ser financiados inmediatamente en el banco central. Además de favorecer la propia concesión del préstamo o la compra del bono, su elegibilidad reducirá el tipo de interés del préstamo y del bono, por lo abarata la financiación del Plan de Ayuda de la UE.

CAPÍTULO V. EL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA

El presente capítulo se dedica en exclusiva al análisis del Programa de compras de emergencia pandémica por la singular importancia que se atribuye a este instrumento por parte de los mercados y los analistas financieros. Como se verá seguidamente, el PEPP resulta fundamental porque supone un mecanismo de apoyo especialmente dirigido a los Gobiernos de los estados miembros más afectados por la crisis del Covid-19, gracias a la flexibilidad de la que está dotado

Consecuentemente, el PEPP constituye una de las principales medidas de política monetaria no convencional que el Eurosistema viene implementando para combatir el shock financiero y económico provocado por la pandemia. Antes de entrar en detalles sobre la naturaleza y los efectos de dicho programa, es oportuno hacer referencia a una cuestión fundamental para la propia supervivencia de los programas de compra, cuya legitimidad y competencia fue gravemente cuestionada ante los tribunales de justicia.

1. QUÉ ES EL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA Y CUÁLES SON SUS CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

El PEPP⁵⁹ es una medida no convencional de política monetaria mediante la cual el Eurosistema compra una amplia variedad de bonos de modo flexible y adaptándose a las condiciones del mercado. Su objetivo reside en evitar un endurecimiento de las condiciones financieras que dificultaría contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de política monetaria.

El PEPP no representa una novedad por su naturaleza. En realidad, en esencia constituye una extensión, una ampliación del principal programa de compra de activos del BCE (*Asset Purchase Programme*, APP) iniciado a mediados de 2014.

Al igual que ocurre en el APP, a través del Programa de compras de emergencia pandémica el Eurosistema compra cuatro clases de activos:

- Bonos soberanos emitidos por los gobiernos nacionales, los gobiernos regionales y algunas organizaciones internacionales, todos ellos de la zona del euro.

⁵⁹ BCE, “Pandemic emergency purchase programme (PEPP)”. *Instrumentos de la Política Monetaria del BCE*. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

- Bonos garantizados (*covered bonds*, o cédulas hipotecarias en la terminología española) emitidos por bancos establecidos en el área del euro.
- Bonos de titulización (*Asset Backed Securities, ABS*) emitidos por vehículos a los que los bancos europeos han transferido previamente ciertos préstamos que respaldarán la emisión de los bonos por el vehículo. En España los vehículos se denominan Fondos de Titulización.
- Bonos corporativos, emitidos por empresas establecidas en la zona del euro.

Si hemos dicho que ambos programas coinciden en el tiempo, puesto que se están desarrollando simultáneamente desde la adopción del Programa de compras de emergencia pandémica en marzo de 2020, y coinciden en las clases de activos que son objeto de compra a vencimiento, ¿cuáles son las diferencias? ¿en qué radica la importancia del PEPP?

Cuatro son las características que distinguen al PEPP y que justifican su importancia para combatir la crisis:

1. Su magnitud en términos de volumen invertido.
2. Su mayor vinculación a la economía real.
3. La flexibilidad en las compras, que pone de manifiesto una mayor solidaridad europea.
4. El límite del 33% en las compras del Programa de compras de bonos de deuda soberana (PSPP) y su no aplicación al Programa de compras de emergencia pandémica

En los próximos epígrafes se analizan cada una de estas características que configuran la trascendencia del programa.

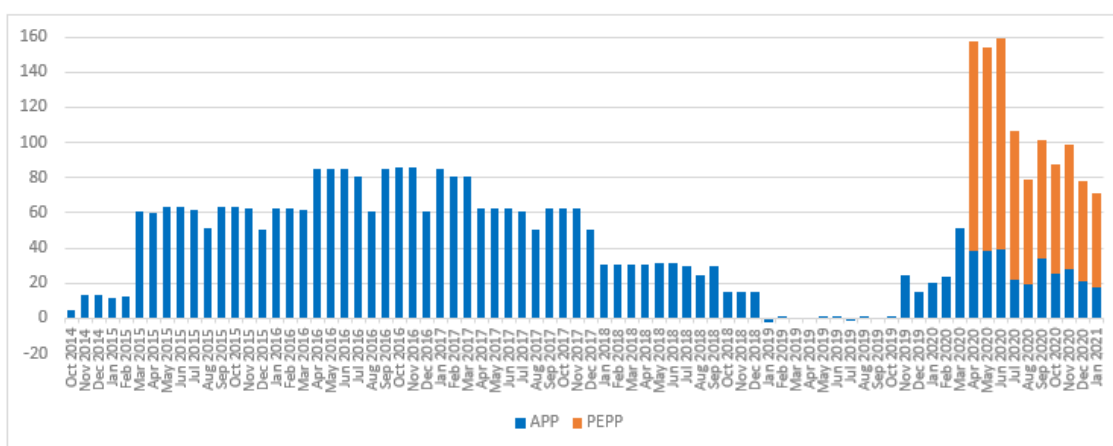
1.1. El volumen y la duración de las compras del Programa de compras de emergencia pandémica

La importancia del Programa de compras de emergencia pandémica para combatir la crisis radica en el volumen máximo previsto y en el ritmo acelerado de las compras. El volumen del PEPP ha quedado fijado en 1.850 mm tras su última ampliación en diciembre de 2020⁶⁰. Aunque el Programa de compra de valores (APP) no tiene fijado

⁶⁰ Para apreciar la magnitud de esa cifra, basta señalar que el Producto Interior Bruto español en 2019 se elevó a 1.245 mm (BCE, nota de prensa de 21 de enero de 2021 “Decisiones de política monetaria”. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210121~eb9154682e.es.html>).

un importe máximo o total, se puede valorar la importancia relativa de ambos programas, comparando el volumen de compra mensual que supone cada uno de ellos. Así, por ejemplo, para el primer trimestre de 2021 la cifra anunciada de compras a través del APP se elevó a unos 60.000 millones de euros, mientras que el volumen aproximado adquirido a través del PEPP en ese mismo periodo fue tres veces superior (unos 185.000 millones de euros).

Gráfico 4: Media mensual de compras conjuntas en el APP y el PEPP⁶¹



En cuanto a la duración prevista del Programa de compras de emergencia pandémica, la actual previsión oficial⁶² es que las compras netas (es decir las compras en exceso de los bonos de la cartera que vayan venciendo) se prolonguen al menos hasta el final de marzo de 2022 y, en cualquier caso, hasta que el Consejo de Gobierno considere que la crisis del coronavirus ha finalizado. Además, el Banco Central Europeo continuará reinvertiendo los importes de los bonos del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2023.

1.2. La mayor orientación del Programa de compras de emergencia pandémica hacia la economía real

La relevancia del Programa de compras de emergencia pandémica para este trabajo se encuentra en su mayor vinculación con la economía real, con las empresas no financieras y los empresarios autónomos. Como ya se ha mencionado, y a diferencia de otras crisis anteriores, la pandemia y las restricciones a la movilidad han dañado más

⁶¹ Elaborado por los Servicios del Parlamento Europeo en su publicación titulada “The ECB’s Monetary Policy Response to the COVID-19 Crisis”, Febrero de 2021.

⁶² BCE, “Decisiones de política monetaria”. Nota de prensa de 22 de abril de 2021. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210422~f075ebe1f0.es.html>

directamente el tejido productivo y la actividad empresarial, mientras que el deterioro para bancos y gobiernos solo vendría después y precisamente como consecuencia del que está afectando a las empresas. Por esa razón el BCE ha insistido en que la política fiscal, el gasto público de los gobiernos, debe jugar un papel primordial en este caso⁶³. Y también por ese motivo el Banco Central Europeo ha introducido algunas modificaciones en sus objetivos de compras que benefician directamente a las empresas.

Esta mayor inclinación del PEPP frente al Programa de compra de valores (APP) hacia la economía real se ha manifestado fundamentalmente a través de la compra de pagarés de empresa. Esta clase de activo financiero negociable en el mercado de renta fija se caracteriza por su emisión a corto plazo, inferior a un año, aunque a menudo se trata de emisiones renovables, que se suceden según se van amortizando. Es el mecanismo que utilizan algunas empresas para financiar su actividad corriente (el circulante), no la inversión en activos fijos. Por consiguiente, se trata de un activo financiero especialmente útil para obtener fondos que sirvan para superar una crisis que en principio será intensa pero breve.

Además de la introducción de los pagarés de empresa como activo comprable en el Programa de compras de emergencia pandémica (ya que en el APP no están incluidos) otra novedad que incorpora el programa contra la pandemia en beneficio de la economía real es el aumento de las cantidades destinadas a comprar bonos corporativos en comparación con los bonos bancarios o los bonos de titulización. Esta importancia relativa de los bonos emitidos por las empresas europeas en la cartera del PEPP se manifiesta en las tenencias de valores anunciadas por el Banco Central Europeo a 31 de marzo de 2021:

CUADRO 2: Distribución de las compras del PEPP en función a las clases de activos

Total valores	Deuda Pública	Bonos corporativos	Bonos bancarios	Bonos de Titulización
937.723	893.844	27.058	4.055	-
Información del BCE. Datos en millones de euros				

Fuente: Elaboración propia a través de los datos ofrecidos por el BCE (Anexo III)

⁶³ EUROPA PRESS, “Lagarde (BCE) advierte de que el apoyo fiscal de los gobiernos frente a la crisis seguirá siendo necesario en 2022”. *El economista*, 10 de febrero de 2021.

1.3. La flexibilidad en las compras, que pone de manifiesto una mayor solidaridad europea

En el epígrafe anterior se ha descrito un segundo elemento característico del Programa de compras de emergencia pandémica que lo diferencia del Programa de compras de valores (APP) y que lo hace más adecuado para luchar contra la crisis pandémica: poner el foco en la situación de las empresas.

La tercera característica diferencial del PEPP respecto a su hermano mayor es la flexibilidad en las compras, que refuerza el papel de la solidaridad entre los estados miembros en la actuación del Eurosistema.

La flexibilidad es una característica que hace el programa más efectivo y a la vez más polémico. Se aplica a la parte del programa relativa a los bonos soberanos, y consiste en que el Eurosistema sigue tan estrictamente la proporción que corresponde a cada uno de los gobiernos según la clave de capital de su banco central. Puesto que la crisis del Covid-19 no ha afectado por igual a todos los países del euro, el BCE decidió otorgar más flexibilidad al PEPP desviándose de los porcentajes exactos que corresponderían a cada país, y concentrando los esfuerzos en las economías más golpeadas por la distorsión del mercado. De ese modo, el Eurosistema viene comprando proporcionalmente más bonos de, por ejemplo, el gobierno italiano o el español, que del alemán o el finlandés.

CUADRO 3: Comparación entre las compras teóricas de Deuda Pública en el PEPP (según la clave de capital) y las compras reales

Gobierno	Clave Capital %	Compras teóricas	Compras reales	Diferencia %
ALEMANIA	26,36	219.458	220.519	0,48
FRANCIA	20,42	170.031	158.231	-7,46
ITALIA	16,99	141.428	156.819	9,81
ESPAÑA	11,92	99.272	104.227	4,75
PAÍSES BAJOS	5,86	48.787	49.023	0,48
TOTAL-19			832.494	
Elaboración propia con información publicada por el BCE				

Fuente: Elaboración propia a través de los datos ofrecidos por el BCE (Anexo IV)

Esta flexibilidad ha generado polémica entre los más puristas porque el estricto respeto a la clave de capital, la no discriminación entre jurisdicciones, se considera un elemento esencial a las medidas de política monetaria. Incluso es una de las salvaguardas de la legalidad del programa de compras según declaró el TJUE cuando dictaminó al respecto⁶⁴.

A favor de la flexibilidad, sin embargo, cabe alegar que el Programa de compras de emergencia pandémica, como todas las medidas de política monetaria, tiene como finalidad conseguir que las decisiones del BCE sobre tipos de interés se transmitan uniformemente en toda la zona del euro. Por consiguiente, es perfectamente legítimo que el BCE persiga reducir las rentabilidades de la deuda de los gobiernos de aquellos países en que la crisis pandémica ha golpeado con más fuerza para que los tipos de interés se igualen en toda el área.

1.4. El límite del 33% en las compras de bonos de deuda pública y su no aplicación al Programa de compras de emergencia pandémica

Las compras de bonos del BCE generan un considerable riesgo financiero para el balance de los bancos centrales que se materializaría en una pérdida si alguno de los emisores de los bonos no atendiese sus obligaciones de pago de los intereses o del principal.

Para mitigar ese riesgo el Eurosistema ha dispuesto varias medidas de control, entre las cuales destaca el establecimiento de límites a la cantidad de cada bono que se puede comprar como máximo, con el fin de no concentrar demasiado riesgo en un bono determinado.

En los programas de bonos de emisores privados (bancos/CBPP3, empresas/CSPP y fondos de titulización/ABSPP) el límite suele situarse en el 70% de cada emisión, mientras que en el programa de compra de bonos públicos (gobiernos/PSPP) el límite es solo del 33%. ¿Por qué esa diferencia tan grande?

⁶⁴Moreover, the effects of the PSPP programme on the impetus to conduct a sound budgetary policy are limited by (...) (iii) the distribution of purchases between the national central banks in accordance with the key for subscription of the ECB's capital. Es decir, el Tribunal considera que el hecho de que las compras guarden una proporción natural entre las diversas jurisdicciones es un incentivo para mantener la disciplina presupuestaria de los correspondientes gobiernos (Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 11 de Diciembre de 2018).

La razón está en el principio de prohibición de la financiación monetaria y su interacción con las denominadas Cláusulas de Acción Colectiva (*Collective Action Clauses*, CACs)⁶⁵. Las CACs son unas estipulaciones que figuran en los folletos de emisión de los bonos soberanos que permiten al emisor modificar las condiciones del bono siempre que la modificación la apoyen como mínimo el 66% de los bonistas. Por consiguiente, las Cláusulas de Acción Colectiva habilitan al emisor a imponer a todos los propietarios de un bono una modificación de los términos contractuales que solamente aprobaron dos tercios del total.

Esta circunstancia tiene una especial relevancia cuando la modificación que se propone a los bonistas es la reducción de los pagos pactados (lo que se llama “quita”) o el aplazamiento de los mismos (denominada “espera”), en ambos casos por la mala situación financiera del emisor, que es incapaz de pagar en las condiciones previstas en el folleto de emisión. En ausencia de Cláusulas de Acción Colectiva, la reducción o el aplazamiento de la deuda debería ser aprobada por todos y cada uno de los tenedores del bono porque todos ellos lo compraron confiando en las condiciones previstas.

Pues bien, dado que la totalidad de los bonos de gobiernos europeos incorporan ese tipo de cláusula⁶⁶, todos los bonistas que posean un porcentaje superior al 33% de una determinada emisión podrán bloquear o impedir cualquier propuesta de reestructuración que consideren perjudicial para sus intereses, impidiendo que se lleve a cabo. De ese modo, si el Eurosistema poseyese en total más del 33% de los derechos de voto de una emisión pública cuyo emisor proponga una rebaja en los pagos, el Banco Central Europeo tendría dos opciones: o bien oponerse a la reducción e impedirla, o bien votar a favor y permitir que se lleve a cabo, aceptando una pérdida. Pero el Eurosistema considera que ambas alternativas (oponerse o aceptar) presentarían graves inconvenientes:

- a) En caso de oposición, la rebaja no podría efectuarse y ello podría provocar que el emisor (un gobierno de la zona del euro), incapaz de pagar la totalidad del

⁶⁵ COMITÉ ECONÓMICO Y FINANCIERO DEL LA UE, “Collective Action Clauses in the Euro Area”. *Página web de la Unión Europea*. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://europa.eu/efc/efc-sub-committee-eu-sovereign-debt-markets/collective-action-clauses-euro-area_en

⁶⁶ En España las CACs se introdujeron mediante la Orden ECC/1/2013, de 2 de enero, y se van renovando cada año. (Orden ECC/1/2013, de 2 de enero, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014 y se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva normalizadas, número 3, pp. 263-285).

bono, no pudiera sobrevivir e incurriera en un impago generalizado de sus obligaciones que lo llevase a la quiebra.

- b) En caso de aceptación de la “quita”, el BCE estaría condonando una deuda a un gobierno de la UE, lo que supondría una flagrante violación de la prohibición de financiación monetaria consagrado en el art. 123 del Tratado de la Unión.

Ante esta perspectiva, el Banco Central Europeo no quiere verse en la tesitura de elegir entre hacer quebrar a un gobierno nacional o violar su obligación legal de no condonarle una deuda, por lo que se decidió evitar tener que decidir, para lo que en el Programa de compras de deuda soberana (PSPP) se estableció el límite de compras en el 33% de cada bono público.

Todas estas consideraciones, sin embargo, por importantes que parezcan, no resultan aplicables al Programa de compras de emergencia pandémica por haberlo decidido así específicamente el Consejo de Gobierno del BCE. Ante la gravedad de la emergencia sanitaria y la económica que la siguió, y las turbulencias que amenazaban el mercado de deuda pública y los costes de financiación de los gobiernos europeos, el Eurosistema prefirió ignorar la posibilidad de verse enfrentado a una propuesta de restructuración y aceptó acumular compras (sumando todas sus carteras, incluido el PEPP) de algunos bonos gubernamentales por encima del 33% del volumen de emisión⁶⁷.

2. LA EFICACIA DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA

A la hora de valorar los efectos del programa, su éxito o fracaso, es preciso conocer en primer lugar cuáles son sus objetivos para así tener una referencia en la comparación.

El Programa de compras de emergencia pandémica del Eurosistema persigue la finalidad general de apoyar la economía de la zona del euro para mitigar las consecuencias devastadoras de la pandemia de coronavirus iniciada a comienzos de 2020. Esta finalidad principal se ha concretado en una serie de objetivos específicos y complementarios que han ido evolucionando a lo largo del tiempo.

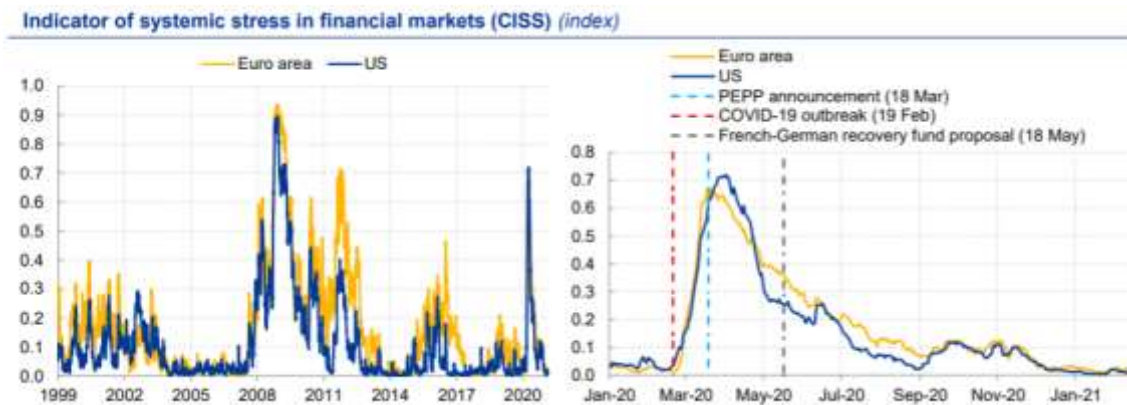
Inicialmente el Banco Central Europeo buscó parar el golpe. Su primer objetivo consistió en estabilizar los mercados financieros para evitar que las turbulencias

⁶⁷ MCDERMOTT, M., “El BCE juega a un juego peligroso con las *cláusulas de acción colectiva* de los bonos”. *Mises Institute*, 29 de enero de 2021.

generadas por la explosión de la pandemia y el cierre económico degeneraran en el colapso de la economía europea. El éxito en este objetivo se produjo casi de inmediato, simplemente con el anuncio de la creación y la dotación del programa con 750 mil millones de euros el 18 de marzo de 2020⁶⁸, los mercados financieros iniciaron una rápida estabilización. Sin necesidad de comprar un solo bono.

El siguiente gráfico representa la evolución del índice de estrés⁶⁹ de los mercados financieros europeos y estadounidenses en las dos últimas décadas, con un detalle especial de su movimiento en 2020 y el primer trimestre de 2021. En él se aprecia la inmediata reacción de los mercados ante las medidas adoptadas por las autoridades monetarias a ambos lados del Atlántico.

Gráfico 5: Evolución del índice de estrés



Cuando durante el verano de 2020 las cifras de contagios de Covid-19 y las medidas de confinamiento se relajaron en Europa, el Eurosistema adaptó su estrategia pasando del modo “emergencia” al modo “mantenimiento”. En vista de que la estabilidad había regresado a los mercados, el objetivo del programa se modificó para devolverlo al terreno propio de la política monetaria. Efectivamente, al haberse detenido prácticamente la actividad económica durante varios meses y haberse reducido enormemente la demanda de bienes y servicios de los ciudadanos europeos, el nivel de

⁶⁸ BANCO DE ESPAÑA, “La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo a la crisis del Covid-19”. *Nota de prensa* de 26 de abril de 2021. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Articulos%20Prensa/hdc260421.pdf>.

⁶⁹ Se trata de un índice agregado del estrés de los mercados de dinero, bonos, acciones y tipos de cambio que elabora el BCE. (⁶⁹ Fuente: ECB Working per no. 1426. obtenido de SCHNABEL, I., “The ECB’s polocy response to the COVID-19 crisis”. *Bond Market Contant Group*, 25 de junio de 2020)

precios se vio muy afectado y la inflación se aproximaba mucho a tasas negativas. En esta segunda fase, por consiguiente, el Programa de compras de emergencia pandémica se utilizó como una herramienta más para contribuir al objetivo primario de la política monetaria del BCE, la estabilidad de precios, que se traduce en un incremento de precios cercano, pero inferior, al 2% anual.

Es evidente que en este segundo objetivo del PEPP, el Banco Central Europeo tuvo inicialmente menos éxito, puesto que la inflación se mantuvo en niveles persistentemente inferiores a los pretendidos por la autoridad monetaria europea durante los primeros meses de vida del programa. Sin embargo, a comienzos de 2022 la inflación comenzó a repuntar levemente en la zona del euro⁷⁰, aunque el incremento de precios no se atribuye tanto a la actuación del BCE como al incremento de precios del petróleo y a determinados problemas de abastecimiento de ciertos productos⁷¹. De hecho, el Economista Jefe del BCE⁷² considera que *la tasa de inflación proyectada a medio plazo continúa siendo débil en un contexto de persistente atonía de la demanda y considerable debilidad en los mercados de trabajo y de productos. Las proyecciones de los expertos del BCE indican que la inflación general retrocederá hasta el 1,2% en 2022 y aumentará sólo hasta el 1,4% en 2023.*

Se puede hablar de una tercera etapa en la vida del Programa de compras de emergencia pandémica provocada por la segunda y sucesivas oleadas de contagios de Covid-19 en Europa, y por las consiguientes medidas de limitación de movilidad y contacto decretadas por las autoridades. Aunque en algunos lugares la pandemia se ha mostrado en esta tercera fase con más intensidad incluso que durante la primera ola, lo cierto es que esta circunstancia no ha provocado ni mucho menos la misma perturbación en el mercado financiero. Con toda seguridad ello ha sido debido a la coincidencia en el tiempo de estos rebrotes de la pandemia con la autorización y el comienzo de la

⁷⁰ En marzo de 2021 en Alemania la inflación se elevó un 2%, es decir, ligeramente por encima del objetivo del BCE. En febrero ya había sido del 1,6%. (EUROSTAT, “Annual inflation up to 1.6% in the euro area”. Informe de 19 de mayo de 2021. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563095/2-19052021-AP-EN.pdf/6bd163f8-7551-3b07-a874-ddc78c9ad93d?t=1621412809290#:~:text=The%20euro%20area%20annual%20inflation,%2C%20the%20rate%20was%200.3%25>).

⁷¹ En relación a las perspectivas de inflación ya se comienza a hablar de un riesgo de incremento de la misma en Europa ante el previsible aumento del consumo que seguirá al fin de la pandemia como consecuencia de la vacunación. (CHAMIZO, H., “El exceso de optimismo y la aceleración de la inflación serán grandes riesgos para los mercados en 2021, según los expertos”. *Business Insider*, 4 de enero de 2021).

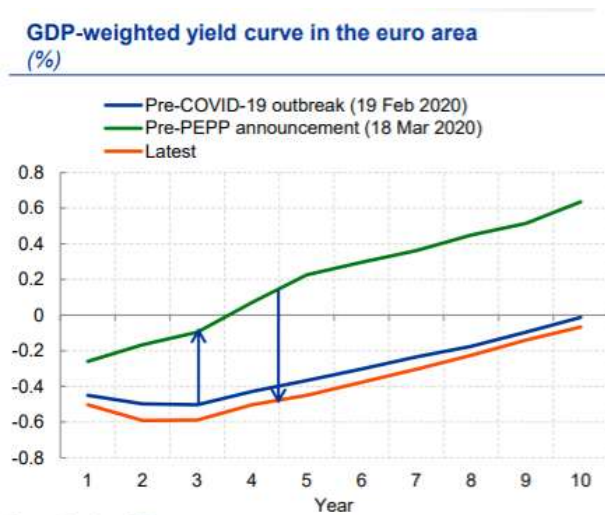
⁷² LANE, P., “La evolución de la inflación durante la pandemia”. *Expansión*, 9 de abril de 2021.

administración de las primeras vacunas contra la Covid-19. El inicio del proceso de vacunación asegura que el deterioro económico, por muy intenso que sea, tendrá un final, y esa certidumbre impide que los mercados se desplomen.

Durante esta tercera fase de evolución de la pandemia el Banco Central Europeo ha anunciado que el objetivo perseguido por el PEPP (y por las restantes medidas adoptadas a las que anteriormente se ha hecho mención) es el mantenimiento de unas condiciones favorables de financiación que permitan la recuperación de la economía una vez que la situación sanitaria esté controlada. Las condiciones favorables de financiación que se pretenden mantener favorables afectan tanto a los bancos como a los gobiernos y las empresas.

En este objetivo también puede considerarse un éxito la actuación del Eurosistema. El siguiente gráfico muestra una comparación entre la rentabilidad de los bonos de los gobiernos europeos (es decir, lo que les cuesta financiar su deuda) en tres momentos temporales⁷³.

Gráfico 6: Rentabilidad de los bonos de los gobiernos europeos



⁷³ El gráfico presenta las curvas de rendimiento de un bono ficticio compuesto por la media ponderada del rendimiento de los bonos de los gobiernos europeos. En el eje de las abscisas se recoge el tipo de interés del bono y en el eje de las ordenadas los distintos plazos de emisión. (Fuente: Banco Central Europeo, obtenido de SCHNABEL, I., “The ECB’s policy response to the COVID-19 crisis”. *Bond Market Contant Group*, 25 de junio de 2020).

3. LA SEGUNDA CONTROVERSIJA JUDICIAL (CONTRA EL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA)

Un segundo asalto en esta batalla jurídica de los inversores alemanes contra el BCE se ha librado durante el primer semestre de 2021 a raíz de que un grupo de empresarios y profesores alemanes liderados por el académico financiero Markus Kerber presentase una demanda contra el programa de ayuda de emergencia PEPP ante el Tribunal Constitucional alemán⁷⁴. “*El PEPP es un caso flagrante de financiación monetaria de los gobiernos*”, decía el escrito de acusación, que recuerda que esa práctica está “*claramente prohibida por el artículo 123 del Tratado de la UE*”, lo que significa que el BCE está saliendo ilegalmente de su ámbito de competencia. Pero a diferencia de demandas anteriores, ésta no se presentó directamente contra el BCE, sino contra el gobierno federal y el parlamento alemán, por no cumplir con su responsabilidad y “*no colocar a las autoridades monetarias en su lugar*”, en palabras de los demandantes.

La demanda consideraba que el programa de ayuda de emergencia pandémica Programa de compras de emergencia pandémica representa una expansión sustancial del mandato del BCE en comparación con los programas de compra existentes, como el PSPP. El Programa de compra de bonos de deuda soberana (PSPP), que se lanzó en 2015, tenía como objetivo evitar la deflación y hacer que la inflación en la zona euro vuelva a su propio objetivo ligeramente inferior al 2%. “*Con el PEPP, la referencia de política monetaria ya no es visible*”, esgrimían los demandantes, que consideran que el programa es una medida de política económica y financiera para estabilizar o incluso rescatar la zona euro. “*El BCE ni siquiera tiene el mandato de mantener unida a la zona euro*”, insistían, señalando que el Programa de compras de emergencia pandémica se ha convertido en una cuestión de “*transgresiones estructurales graves del BCE y del Eurosistema*”, porque la competencia de la política económica recae en los Estados miembros y no en la autoridad monetaria.

La demanda advierte, además, que el Banco Central Europeo iría más allá de las líneas rojas marcadas por el propio Tribunal Constitucional Federal con su programa de emergencia, ya que en su fallo sobre el PSPP, por ejemplo, los máximos guardianes constitucionales alemanes formularon reglas claras que el BCE debe cumplir para que las compras no incurran en la prohibida financiación estatal. De hecho, los jueces de

⁷⁴ VALERO, C., “Empresarios y profesores alemanes denuncian el programa de ayudas contra el Covid del BCE ante el Tribunal Constitucional por financiar a los Estados”. *El mundo*, Berlín, 11 de marzo de 2021.

Karlsruhe habían indicado que existen límites máximos de compra claros para los programas de rescate y que la clave de capital también debe tenerse en cuenta, para no crear sospechas de una preferencia unilateral por países individuales. El Banco Central Europeo tampoco puede tener más de un tercio de los bonos individuales para no tener derecho a voto en la reestructuración. Kerber insiste en que ninguna de estas reglas se aplica a Programa de compras de emergencia pandémica.

En definitiva, los solicitantes pedían que el Parlamento y el Gobierno alemanes exigieran al Bundesbank que no participase en la compra de bonos públicos del Eurosistema porque el BCE había perdido la autoridad para dar instrucciones al Bundesbank al estar actuando fuera de sus competencias.

Inicialmente el Tribunal alemán consideró razonable la demanda apreciando que el legislador alemán podría no estar ejerciendo suficiente control sobre la actuación del Bundesbank y concedió un plazo al Banco Central Europeo y al propio Bundesbank para que aportasen nueva documentación en apoyo de que su programa de compras (el PEPP en este caso) es necesario y apropiado y no excede de sus competencias de política monetaria⁷⁵.

Con fecha 18 de mayo de 2021, y una vez que el BCE aportó los argumentos y la documentación requeridos en defensa de su actuación, el Tribunal Constitucional alemán decidió rechazar la reclamación y decretar que el programa es apropiado y proporcionado a su objetivo de política monetaria⁷⁶.

4. EL IMPACTO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA EN LA CUENTA DE RESULTADOS DEL EUROSISTEMA

Los bancos centrales calculan anualmente sus resultados y formulan sus cuentas como cualquier otra “empresa”. Los beneficios obtenidos por el Banco Central Europeo que no se llevan a reservas se reparten entre los bancos centrales nacionales que son sus accionistas en proporción a sus respectivas claves de capital. Así, al Banco de España se le atribuye aproximadamente un 12 % del importe de la ganancia (o pérdida, si la hubiera) del instituto emisor europeo. Por su parte, los beneficios de los bancos

⁷⁵ ALARCÓN, N., “El Constitucional alemán da tres meses al BCE para justificar las compras masivas”. *EL confidencial*, Bruselas, 5 de mayo de 2021.

⁷⁶ EFE, “El Constitucional alemán da el visto bueno a la compra de deuda soberana del BCE”. *Expansión*, Berlín, 18 de mayo de 2021.

centrales nacionales se ingresan a los Tesoros nacionales correspondientes, de modo que el Banco de España abona cada año su beneficio final al Tesoro español, que lo integra en los Presupuestos Generales del Estado.

A la hora de analizar el impacto específico del Programa de compras de emergencia pandémica en los resultados de los bancos centrales de Eurozona hay que tener en cuenta dos circunstancias fundamentales: en primer lugar, que el beneficio o pérdida que generen los bonos públicos (la deuda pública, no los bonos privados emitidos por bancos o empresas) comprados tanto en el PEPP como en el Programa de compra de valores (APP) no se reparten entre todos en proporción a la clave de capital como ocurre en el resto de operaciones de política monetaria, sino que cada BCN adquiere los bonos de su propio soberano nacional y retiene los ingresos y las pérdidas que generen⁷⁷. En segundo lugar, es importante destacar que los bonos emitidos durante este periodo por varios de los estados pertenecientes al área del euro (los de ratings soberanos más elevados) devengan rentabilidades negativas en muchos de sus plazos, por lo que producen automáticamente pérdidas a sus tenedores.

La consecuencia conjunta de ambas circunstancias es que a varios de los BCNs del Eurozona el Programa de compras de emergencia pandémica les provoca pérdidas, que a veces son considerables dados los enormes volúmenes que se adquieren. Ese es incluso el caso del propio BCE que compra bonos soberanos de varias jurisdicciones y que en conjunto obtuvo durante 2020 un interés neto negativo como consecuencia de que la rentabilidad media de los bonos adquiridos fue negativa.

⁷⁷ El reparto de los riesgos y las ganancias de las operaciones de política monetaria es un principio general de la política monetaria única del área del euro. Sin embargo, dada la magnitud de los programas de compras que el Eurozona viene ejecutando desde 2010, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que en el caso de la deuda pública comprada en el APP (y posteriormente en el PEPP) los BCNs no compartiesen riesgos ni ganancias. Probablemente ello fue así por influencia del banco central alemán, el *Bundesbank*, que de otro modo se habría visto obligado a soportar el 30% de las pérdidas que se produjeran en caso de quiebra de cualquiera de los gobiernos europeos. (HETTLE, K., CRUZ, L., y ZNIDAR, M., “The Eurosystem's Asset Purchase Programme”. *Ponencia presentada en el ECB Central Banking Seminar*, Frankfurt am Main, 13 de julio de 2018. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-13_The_Eurosystem-s_asset_%20purchase_programme_-_Hettler_Cruz_Znidar.pdf).

CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES

La historia económica de Europa en la última década y media es una sucesión de una crisis detrás de otra, cada una con sus causas y características propias. Sin embargo, una circunstancia común a todas ellas, tanto en Europa como en el resto del mundo occidental, ha sido el papel decisivo que los bancos centrales se han visto obligados a desempeñar en su mitigación y en la reparación de sus efectos.

En el presente trabajo, tras analizar la actuación del Banco Central Europeo y el conjunto del Eurosistema durante estas crisis, y en concreto la provocada por el Covid-19, se han extraído las siguientes conclusiones:

Primero. El Banco Central Europeo ha demostrado una considerable capacidad de adaptación a las condiciones de cada una de las crisis y ha incrementado progresivamente su velocidad de reacción ante cada una de ellas. Como se ha comprobado a lo largo de este estudio, las medidas promulgadas por el banco central tras cada crisis se han adaptado a sus circunstancias. Mientras que en la crisis de 2008 se caracterizó por su naturaleza bancaria, y la reacción del BCE se centró en reforzar las herramientas de financiación al sistema bancario; en la crisis de 2010 el foco pasó a situarse sobre los gobiernos de algunos países de la zona euro (hasta el punto de amenazar la propia existencia de la moneda única), por lo que el Banco Central Europeo movilizó sus recursos hacia unas compras masivas de deuda pública europea, reduciendo así la prima de riesgo. En tercer lugar, la crisis pandémica ha dañado fundamentalmente la economía real (empresas no financieras y particulares) por lo que el Eurosistema se ha concentrado en ayudar a estos sectores.

Al analizar la velocidad y la contundencia de las respuestas del BCE en cada caso, se aprecia que ambas han ido aumentando a lo largo del tiempo en vista de las lecciones que el Eurosistema ha ido aprendiendo en las sucesivas crisis que ha tenido que enfrentar.

Segundo. Las medidas desarrolladas por el Banco Central Europeo en el marco de la crisis del Covid-19 ponen de manifiesto un mayor enfoque hacia la economía real. Las TLTRO-III (en las que se favorece a los bancos que

más crédito conceden), el incremento de las compras de bonos corporativos en el Programa de compras de emergencia pandémica o la ampliación del colateral admitido con la inclusión de los activos garantizados por los gobiernos de los Estados miembros del Eurosistema; son ejemplos de ello.

Tercero. Cada vez es mayor el espíritu de solidaridad promovido entre los Estados miembros adheridos al euro. Este hecho se ha visto materializado en la mayor flexibilidad de programas de compra como el PEPP, donde se han adquirido los bonos de deuda de los gobiernos de los distintos Estados miembros con una distribución distinta a su clave de capital. Este hecho ha sido muy criticado por inversores y académicos alemanes, que incluso han proclamado su ilegitimad. No obstante, este clima de colaboración y solidaridad podría ser la antesala hacía un reforzamiento de la “Unión Económica”.

Cuarto. El Banco Central Europeo ha sido más contundente en sus medidas adoptadas contra la crisis económica ocasionada por la pandemia. En concreto, con la elaboración el Programa de compras de emergencia pandémica y la no aplicación del tradicional límite del 33% que afecta a la compra de bonos soberanos de los Estados miembros, el BCE está actuando de una forma que antes resultaba impensable. Este cambio de actitud puede atribuirse a la situación de excepcional urgencia que ha ocasionado una crisis tan rápida e impredecible.

Quinto. De acuerdo con sentencias dictadas por los Tribunales hasta el momento, la actuación del Banco Central Europeo ante la crisis del Covid-19 y las medidas promulgadas son adecuadas y proporcionadas al mandato encomendado por la TFUE. Aunque ha sido una actuación duramente criticada pues vulneraba límites confeccionados por la propia institución (el límite del 33% en las compras sobre bonos de deuda soberana) y “líneas rojas” que el propio Tribunal de Justicia de la Unión Europea fijó en anteriores sentencias (el respeto a la clave de capital en los programas de compra de activos financieros para garantizar la independencia de la actuación de la instrucción), el Tribunal Constitucional alemán aceptó finalmente los argumentos esgrimidos por el Banco Central y rechazó la

demanda interpuesta por los inversores y académicos alemanes. No obstante, habrá que estar a la espera de si este rechazo es recurrido por los demandantes y planteado ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, cuya deliberación podría ser trascendental para el futuro desarrollo de la “Unión Monetaria” y potencial constitución de la “Unión Económica”.

En definitiva, la capacidad de reacción y la actuación del Banco Central Europeo en respuesta a las tres crisis consecutivas merece un juicio positivo por el éxito obtenido al evitar el colapso del sistema financiero, garantizar la supervivencia del euro y contribuir a mantener el pulso económico durante la pandemia de coronavirus. Consecuentemente, se puede concluir asegurando que el Eurosistema ha cumplido con el compromiso manifestado por el presidente Draghi cuando, en el convulso verano de 2012, anunció que el BCE haría todo lo necesario (*whatever it takes*), y que ello sería suficiente.

FUENTES DOCUMENTALES

BIBLIOGRAFÍA

AGUILAR, Pablo y otros, “La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19” *Documentos Ocasionales N° 2016 del Banco de España*, Madrid, 2020.

ALARCÓN, N., “El Constitucional alemán da tres meses al BCE para justificar las compras masivas”. *EL confidencial*, Bruselas, 5 de mayo de 2021.

BANCO DE ESPAÑA “Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014”. *Banco de España*, mayo de 2017.

BANCO DE ESPAÑA, “La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo a la crisis del Covid-19”. *Nota de prensa* de 26 de abril de 2021. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Articulos%20Prensa/hdc260421.pdf>.

BCE, “Decisiones de política monetaria”. *Nota de prensa* de 21 de enero de 2021. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210121~eb9154682e.es.html>

BCE, “Decisiones de política monetaria”. *Nota de prensa* de 22 de abril de 2021. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210422~f075ebe1f0.es.html>

BCE, “Decisiones de política monetaria”. *Nota de prensa* de 30 de abril de 2020. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200430~1eaa128265.es.html>

- BCE, “Details on securities holdings acquired under the SMP”. *Nota de prensa* de 21 de febrero de 2013. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio 2021: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html
- BCE, “ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes”. *Nota de prensa* del 2 de octubre de 2014. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.fi.html
- BCE, “Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2020”, *Nota de prensa* de 28 de abril de 2020. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/20/presbce2020_74.pdf
- BCE, “Informe Anual del BCE para 2020”, *Elaborado por el BCE*. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.es.html#toc12>
- BCE, “Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014”, Madrid, 2017.
- BCE, “La política monetaria del BCE”. Fráncfort del Meno, 2011.
- BCE, “La supervisión bancaria del BCE relaja temporalmente los requerimientos de capital operativos en respuesta al coronavirus”. *Nota de prensa* de 12 de marzo de 2020. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/DecisionesPoliticaMonetaria/20/presbce2020_45.pdf
- BCE, “Monetary Policy decisions”. *Nota de prensa* de 3 de julio de 2008. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080703.en.html>
- CABRILLO, F., “La crisis del petróleo”. *La economía del siglo XX, Expansión*, Madrid, 2016.

CHAMIZO, H., “El exceso de optimismo y la aceleración de la inflación serán grandes riesgos para los mercados en 2021, según los expertos”. *Business Insider*, 4 de enero de 2021.

COMISIÓN EUROPEA, “Plan de recuperación para Europa”. *Página web de la Comisión*. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_es

COMITÉ ECONÓMICO Y FINANCIERO DEL LA UE, “Collective Action Clauses in the Euro Area”. *Página web de la Unión Europea*. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://europa.eu/efc/efc-sub-committee-eu-sovereign-debt-markets/collective-action-clauses-euro-area_en

DOCEL, L., “Lagarde urge a la UE a actuar para evitar una crisis como la de 2008”. *Diario El País*, Madrid, 2020.

EFE, “El Constitucional alemán da el visto bueno a la compra de deud soberana del BCE”. *Expansión*, Berlín, 18 de mayo de 2021.

EICHENGREEN, B., *La búsqueda de Europa: visiones en contraste*. Editorial BBVA, 2006.

EUROPA PRESS, “Lagarde (BCE) advierte de que el apoyo fiscal de los gobiernos frente a la crisis seguirá siendo necesario en 2022”. *El economista*, 10 de febrero de 2021.

EUROSTAT, “Annual inflation up to 1.6% in the euro area”. *Informe* de 19 de mayo de 2021. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563095/2-19052021-AP-EN.pdf/6bd163f8-7551-3b07-a874-ddc78c9ad93d?t=1621412809290#:~:text=The%20euro%20area%20annual%20inflation,%2C%20the%20rate%20was%200.3%25>

FRIEDEN, Jeffrey A., *Global Capitalism: Its Fall and Rise in the Twentieth Century*. W. W. Norton & Company, Nueva York, 2006.

- LANE, P., “La evolución de la inflación durante la pandemia”. *Expansión*, 9 de abril de 2021.
- MAGNUS, M., “La unión bancaria”. *Fichas técnicas sobre la Unión Europea*, abril de 2021. Recuperado de la web del Parlamento Europeo el 14 de junio de 2021: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/es/FTU_2.6.5.pdf
- MCDERMOTT, M., “El BCE juega a un juego peligroso con las *cláusulas de acción colectiva* de los bonos”. *Mises Institute*, 29 de enero de 2021.
- Orden ECC/1/2013, de 2 de enero, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014 y se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva normalizadas, número 3, pp. 263-285.
- PARENTI, R., “El Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF)”. *Fichas técnicas sobre la Unión Europea*, noviembre de 2020. Recuperado de la web del Parlamento Europeo el 14 de junio de 2021: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/es/FTU_2.6.14.pdf
- PARLAMENTO EUROPEO, “The ECB’s Monetary Policy Response to the COVID-19 Crisis”, Bruselas, 9 de febrero 2021.
- PÉREZ FERNANDEZ, P., VALDÉS SCHIEPLHAKE, C., “El Tribunal Constitucional Alemán falla en contra de una sentencia del TJUE obviando el principio de primacía del Derecho de la UE”. *Blog de Cuatrecasas*, Madrid, 2020.
- RAKIĆ, D., VERBEKEN, D., “Las Instituciones de la Unión Económica y Monetaria”. *Fichas técnicas sobre la Unión Europea*, abril de 2021. Recuperado de la página web del Parlamento Europeo el 14 de junio de 2021: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/es/FTU_2.6.2.pdf
- RODRÍGUEZ, Carlos y CARRASCO, Carlos A., “ECB policy responses between 2007 and 2014: a chronological analysis and an assessment of their effects” *PANOECONOMICUS*, 2016.

SÁINZ DE VICUÑA Y BARROSO, A. “La política monetaria del BCE ante el Tribunal Constitucional Federal Alemán: La sentencia de 21 de junio de 2016 en el caso «OMT»”. *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, 2016.

SANTIDRIAN, J., “¿El Tribunal Constitucional alemán contra Europa?” *Vozpópuli*. Madrid, 9 de mayo de 2020

SANTILLÁN, J., “El S.M.E., los mercados de divisas y la transición hacia la unión monetaria”. *Banco de España, Servicios de Estudios*, Madrid., 1994.

SARMIETO, D., “La Sentencia Gauweiler (C-62/14) del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, sobre el programa de compra de deuda pública del Banco Central Europeo”. *Revista Española de Derecho Europeo*, Madrid, 2016.

SCHNABEL, I., “The ECB’s policy response to the COVID-19 crisis”. *Bond Market Contant Group*, 25 de junio de 2020.

VALERO, C., “Empresarios y profesores alemanes denuncian el programa de ayudas contra el Covid del BCE ante el Tribunal Constitucional por financiar a los Estados”. *El mundo*, Berlín, 11 de marzo de 2021.

WOLTERS KLUWER, “Sistema de Bretton Woods”. *Guías Jurídicas*. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAEAMtMSbF1jTAAASMzIOsztbLUouLM_DxbIwMDS0NDIwOQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAumvLrjUAAAA=WKE

LEGISLACIÓN Y JURISPRUDENCIA

Banco Central Europeo, “*Decisión (UE) 2015/774 sobre un programa de compras de valores públicos en mercados secundarios*”, Fráncfort del Meno, 2015.

Banco Central Europeo, “*Decisión (UE) 2020/188 sobre un programa de compras de valores públicos en mercados secundarios*”, Fráncfort del Meno, 2020.

Banco Central Europeo, “*Decisión (UE) 2020/440 sobre un programa temporal de compras de emergencia en caso de pandemia*”, Fráncfort del Meno, 2020.

Decisión del Tribunal de Justicia de la Unión de Justicia “The OMT programme announced by the ECB in September 2012 is compatible with EU law” Decisión en el Caso C-62/14 - Nota de prensa 70/15, Luxemburgo 16 de junio de 2015.

Decisión del Tribunal de Justicia de la Unión de Justicia “The OMT programme announced by the ECB in September 2012 is compatible with EU law” Decisión en el Caso C-62/14 - Nota de prensa 70/15, Luxemburgo 16 de junio de 2015

Diario Oficial de la Unión Europea, *Protocolo (no 4) sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo*, 2016.

Diario Oficial de la Unión Europea, *Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea*, de 7 de junio de 2016.

Sentencia del Tribunal Constitucional Alemán de 5 de mayo de 2020 contra la resolución del TJUE de 16 de junio de 2015 (asunto C-62/14).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Gran Sala) de 16 de junio de 2015, asunto C-62/14.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 11 de Diciembre de 2018, asunto C-493/17.

Versión Consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión europea, firmado el 16 de octubre de 2012. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 26 de octubre de 2012 núm. 362.

Tratado de la Unión Europea, firmado el 7 de febrero de 1992. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, núm. 191.

Versión Consolidada del Tratado de la Unión Europea, firmado el 7 de febrero de 1992. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 30 de marzo de 2010, núm. 326.

Protocolo sobre los criterios de convergencia previstos en el artículo 109 J Del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, firmado el 7 de febrero de 1992. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, núm. 191.

Estatuto del SEBC y del BCE, incorporado como Protocolo anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea firmado el 25 de marzo de 1957. *Compendium del BCE*, 2002

Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos. *Boletín Oficial del Estado*, 16 de noviembre de 2012.

Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del Covid-19, número 73, pp. 25.853-25.898.

PÁGINA WEB DE INTERÉS

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>

<https://www.bde.es>

<https://www.ecb.europa.eu/>

BCE, “Asset Purchase Programmes”. *Instrumentos de la Política Monetaria del BCE*. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016es.pdf>

BCE, “Indicative calendar for the third series of targeted longer-term refinancing operations”. *Elaborado por el BCE*, 2021. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/pdf/TLTRO3-calendar-2021.en.pdf>

BCE, “Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable financing conditions” *Discurso de Philip R. Lane, miembro del Comité Ejecutivo del BCE en el Trinity College Dublin*, 2020.

BCE, “Pandemic emergency purchase programme (PEPP)”. *Instrumentos de la Política Monetaria del BCE*. Recuperado de la página web del BCE. el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

BCE, “Suscripción de capital”. *Organización del Banco Central Europeo*. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.es.html>

BCE, “The ECB’s policy response to the COVID-19 pandemic”, *Conferencia de Isabel Schnabel, miembro del Comité Ejecutivo del BCE en la Universidad de Chicago Booth School of Business*, 2021.

HETTLE, K., CRUZ, L., y ZNIDAR, M., “The Eurosystem's Asset Purchase Programme”. *Ponencia presentada en el ECB Central Banking Seminar*, Frankfurt am Main, 13 de julio de 2018. Recuperado el 14 de junio de 2021 de: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-13_The_Eurosystem-s_asset_%20purchase_programme_-_Hettler_Cruz_Znidar.pdf
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/index.en.html>

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. “The European Central Bank and the policy of enhanced credit support”. *Conferencia de la Cámara de Comercio de Málaga*, 18 de junio de 2010. Recuperado de la página web del BCE el 14 de junio de 2021 de: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html

Registro de comunicados de prensa llegados a cabo por la Presidenta del BCE Christine Lagarde y el Vicepresidente Luis de Guindos para explicar las medidas adoptadas a lo largo de la crisis del coronavirus. Recuperado de:

ANEXO I: CUADRO DE MEDIDAS URGENTES ADOPTADAS POR EL BCE CONTRA LA CRISIS PANDÉMICA (MARZO-JUNIO 2020).

Medidas	12 de marzo	18 de marzo	7 de abril	22 de abril	30 de abril	4 de junio
Apoyo al crédito	<ul style="list-style-type: none"> - TLTRO-III en condiciones más favorables (-25 pb) - LTRQ: 12 operaciones adicionales como puente, con vencimiento en junio de 2020 (tipo medio de la facilidad de depósito) 	<ul style="list-style-type: none"> - 15 de marzo: operaciones semanales con USD con vencimientos a 84 días - 20 de marzo: operaciones semanales: incremento de frecuencia a diarias 			<ul style="list-style-type: none"> - TLTRO-III: mejora de las condiciones durante el periodo de crisis (-50 pb) - PELTRO: 7 operaciones excepcionales con vencimiento en III TR 2021 (-25 pb) 	
Relajación de los criterios de garantías		Anuncio de ajustes en los criterios de garantías	<ul style="list-style-type: none"> - Reducción en un 20 % de los recortes de valoración aplicados a los activos de garantía - Ampliación del universo de activos elegibles en ACC 	<ul style="list-style-type: none"> - Los activos negociables que eran aceptables el 7 de abril seguirán siéndolo, con un umbral equivalente a BB (CCSS en la taxonomía del Euroistema y CQS4 para ABS) 		
Compras de activos	<ul style="list-style-type: none"> - APP: compras netas de activos adicionales por valor de 120 mm € hasta finales de 2020 	<ul style="list-style-type: none"> PEPP: programa de compras excepcional dotado de 750 mm € hasta final de 2020 				<ul style="list-style-type: none"> - PEPP: incremento por valor de 600 mm € adicionales (1,35 bn € dotación total) y extendido hasta final de 2021. Reinversiones como mínimo hasta finales de 2022.

FUENTE: Banco de España.

Fuente: Banco de España, 2020

ANEXO II: CUADRO DE LA RESPUESTA EUROPEA A LA CRISIS DEL COVID-19: MEDIDAS REGULATORIAS Y FISCALES APROBADAS.

Acciones rápidas o de CORTO PLAZO		
Flexibilización temporal de marcos regulatorios comunes en distintos ámbitos		
Relajación de reglas fiscales mediante activación de cláusula escape del PEC (marzo de 2020)	Marco temporal de ayudas de Estado (marzo de 2020 y sucesivas actualizaciones)	Paquete bancario frente a crisis (abril de 2020) y quick fix (modificación CRR) en junio de 2020
Triple red de seguridad: apoyo al empleo y los trabajadores, a las empresas y a los Gobiernos de la UE 540 mm de euros		
Instrumento SURE (a) 100 mm de euros Ofrece apoyo temporal para mitigar los riesgos de desempleo en una emergencia. Aprobada ayuda financiera de 90,3 mm€ para 19 EEMM. Desembolsados 82,5 mm€ a 18 EEMM a 18 de marzo de 2021.	Grupo BEI 200 mm de euros Creación de Fondo de Garantía Pan europeo para Préstamos a Empresas. Préstamos de hasta 200 mm€ para empresas, en especial pymes, en toda la UE. Aprobado un primer conjunto de proyectos por 40,3 mm€ a 28 febrero de 2021.	MEDE 240 mm de euros Creación de línea de crédito específica de ayuda a los EEMM. Ayuda del 2% del PIB de cada EEMM en 2019. No utilizada aún.
Modificaciones en el presupuesto de la UE para 2020 Fondos añadidos para financiar la compra de equipos médicos y de vacunas por valor de 9,3 mm de euros, y reorientación de fondos de cohesión para ayudar a los EEMM a financiar gastos de pandemia por 65,8 mm de euros.		
Acciones de MEDIO PLAZO		
NEXT Generation EU 750 mm de euros		
Mecanismo de Recuperación y Resiliencia 672,5 mm de euros Reglamento adoptado por el Consejo el 11 de febrero de 2021. Instrumento de apoyo a reformas e inversiones emprendidas por países de la UE en forma de:	Subvenciones: 312,5 mm€ Préstamos: 360 mm€	Otros programas 77,5 mm de euros Subvenciones: REACT EU 47,5 mm€, Horizonte Europa 5 mm€, InvestEU 5,6 mm€, Desarrollo Rural 7,5 mm€, Fondos de Transición Justa 10 mm € y ResilEU 1,9 mm€
Marco financiero plurianual (MFP) para 2021-2027 El MFP, dotado con 1.074 mm de euros y acordado por el Consejo Europeo junto con el fondo de recuperación NGEU, apoyará la inversión en las transiciones digital y ecológica, y la resiliencia económica, a través de diversos programas, dentro de las rubricas:		
Mercado único, innovación y sector digital 132,6 mm€	Cohesión, resiliencia y valores 377,8 mm€	Recursos naturales y medioambiente 366,4 mm€

Fuente: Banco de España, 2020

ANEXO III: LAS TENENCIAS DEL EUROSISTEMA EN EL MARCO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PARA CASOS DE PANDEMIA

Changes in holdings in EUR millions	Asset-backed securities	Covered bonds	Corporate bonds	Commercial paper	Public sector securities	Total
Holdings* as at end-March 2021	0	4,055	27,058	12,766	893,844	937,723
Net purchases Apr - May	0	0	3,956	-8,176	165,038	160,818
Quarter-end amortisation adjustment and redemptions of coupon STRIPS	0	0	0	0	0	0
Holdings as at end-May 2021*	0	4,055	31,014	4,590	1,058,882	1,098,541

*End-of-period book value at amortised cost.

Figures may not add up due to rounding. Figures are preliminary and may be subject to revision.

Fuente: Banco Central Europeo, 2021

ANEXO IV: DESGLOSE BIMESTRAL DE LOS VALORES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL MARCO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA PANDÉMICA

(EUR millions)	Net purchases April 21 - May 21	Cumulative net purchases as at end- May 21*	Current WAM of public sector securities holdings under the PEPP**	WAM of eligible universe of public sector securities under the PEPP as at end-May 2021**
Austria	4,506	28,731	9.44	6.85
Belgium	5,608	36,086	6.66	9.13
Cyprus	161	2,060	9.73	8.29
Germany	40,618	261,137	6.10	6.82
Estonia	-1	255	9.03	7.30
Spain	18,356	122,583	8.29	7.55
Finland	2,827	18,174	7.34	7.51
France	31,440	189,672	8.51	7.74
Greece	3,744	25,680	9.47	9.94
Ireland	2,608	16,770	9.19	9.45
Italy	26,128	182,946	6.87	6.96
Lithuania	140	2,505	11.11	9.94
Luxembourg	355	1,726	7.04	6.57
Latvia	239	1,344	9.83	9.71
Malta	15	305	7.88	8.69
Netherlands	9,021	58,043	6.04	8.38
Portugal	3,604	23,730	7.40	7.26
Slovenia	614	4,838	9.16	9.32
Slovakia	493	6,384	9.54	8.43
Supranationals	14,565	81,801	10.44	8.38
Total	165,038	1,064,769	7.58	7.51

* Cumulative net purchase figures represent the difference between the acquisition cost of all purchase operations and the redeemed nominal amounts.

** Remaining weighted average maturity (WAM) in years.

Fuente: Banco Central Europeo, 2021